

BOLETÍN ECONÓMICO

12/2008

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red Internet
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2008
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de Crédito
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FFPP	Fondos de Pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado

IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

ÍNDICE

Evolución reciente de la economía española	11
La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas	31
Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española	45
Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual	59
El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM	69
Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes	85
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

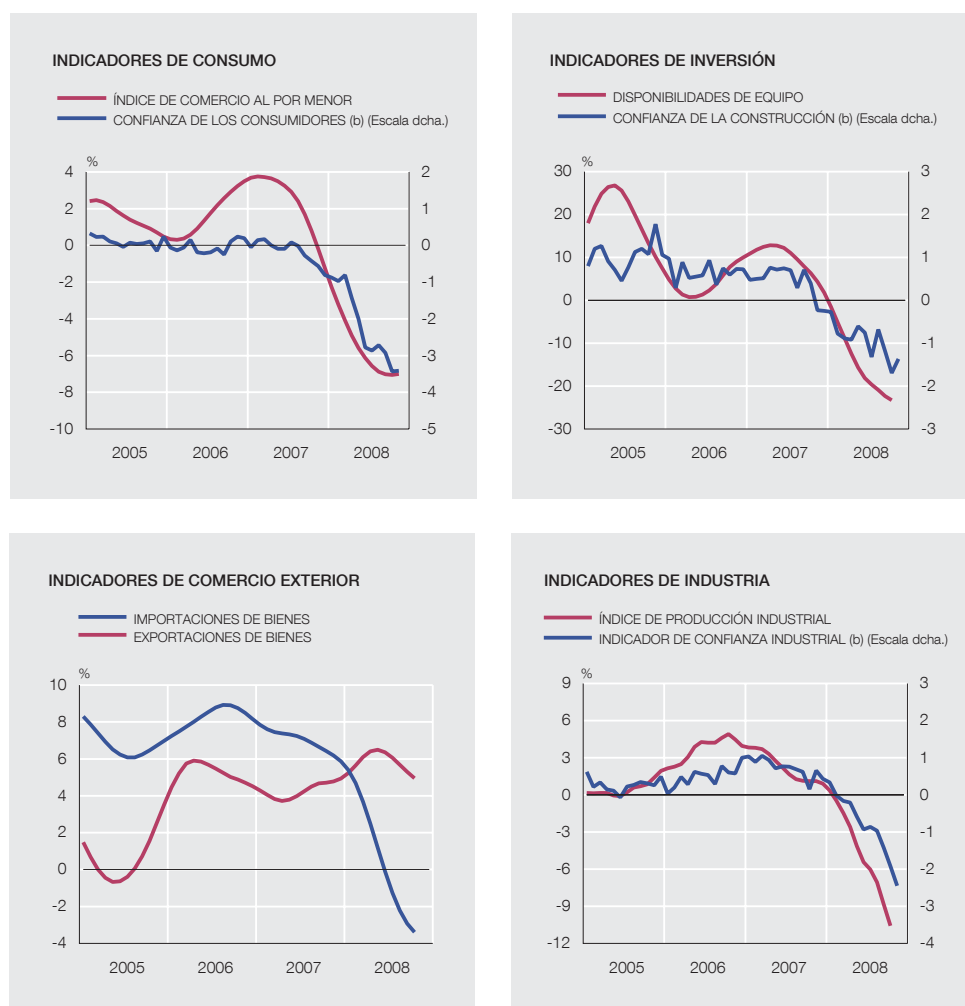
De acuerdo con las últimas cifras de la CNTR, que fueron objeto de un análisis más detallado en el *Boletín Económico* de noviembre, el ritmo de avance del producto de la economía española volvió a experimentar una desaceleración muy acusada en el tercer trimestre de 2008. En concreto, la tasa de crecimiento interanual del PIB disminuyó nueve décimas, hasta el 0,9%, mientras que en términos intertrimestrales se registró un descenso del 0,2%, frente al avance del 0,1% del trimestre anterior. Esta evolución fue debida a la fuerte ralentización de la demanda nacional, que no pudo ser compensada por el aumento de la contribución positiva de la demanda exterior neta. Desde la óptica de las ramas de actividad, el debilitamiento fue generalizado, siendo especialmente intenso en el caso de la construcción. El empleo del conjunto de la economía disminuyó un 0,8%, con lo que la productividad aparente del trabajo repuntó hasta el 1,7%, cuatro décimas más que en el segundo trimestre.

Los indicadores referidos a la parte transcurrida del cuarto trimestre del año indican una continuación del patrón de deterioro de la actividad de la economía española. En relación con los indicadores de consumo, el índice de ventas al por menor ha seguido experimentando descensos acusados, en tanto que las matriculaciones de automóviles destinados a particulares disminuyeron en noviembre a una tasa próxima al 50% (véase gráfico 1). Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, en el penúltimo mes del año el indicador de confianza de los consumidores se estabilizó en los valores mínimos alcanzados el mes precedente, mientras que el correspondiente al comercio minorista mejoró modestamente.

El retroceso de la inversión en bienes de equipo se ha intensificado probablemente en el cuarto trimestre, como consecuencia de la debilidad de la demanda, en un contexto en que la evolución de las condiciones de financiación está contribuyendo a desalentar los procesos de gasto empresarial. En esta dirección apuntan la disminución de la utilización de la capacidad productiva en el trimestre final del año y la permanencia del indicador de clima industrial en las ramas productoras de bienes de equipo en niveles muy reducidos en el mes de noviembre.

De modo análogo, los indicadores referidos a la inversión en construcción mostraron una contracción adicional de la actividad. En particular, los indicadores contemporáneos relativos al mercado de trabajo del sector intensificaron su comportamiento negativo en noviembre. Así, el número medio de afiliados al régimen general de la Seguridad Social aceleró su retroceso hasta el -19,8% [tasa inferior en casi 3 puntos porcentuales (pp) a la del mes precedente], y el número de parados más que duplicó la cifra registrada en el mismo mes del año anterior. En relación con los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento intensificó en octubre su ritmo de caída en casi 10 pp, hasta el -34,4%, y el IPI de materiales de construcción siguió mostrando hasta octubre tasas de descenso en el entorno del 24%. Por otro lado, el indicador de confianza del sector experimentó una mejora en noviembre, si bien esta variable presenta habitualmente una volatilidad elevada, lo que dificulta la interpretación de sus movimientos a corto plazo. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado correspondientes a octubre, la superficie visada en proyectos de edificación de viviendas mantuvo la tendencia descendente, con una caída interanual del 62,1%, y el volumen de licitación oficial en obra civil retrocedió un 3,8%, tras el significativo avance del mes anterior.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones de bienes retrocedieron un 0,3% interanual, en términos reales, en octubre. Por grupos de productos, destaca el fuerte avan-



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

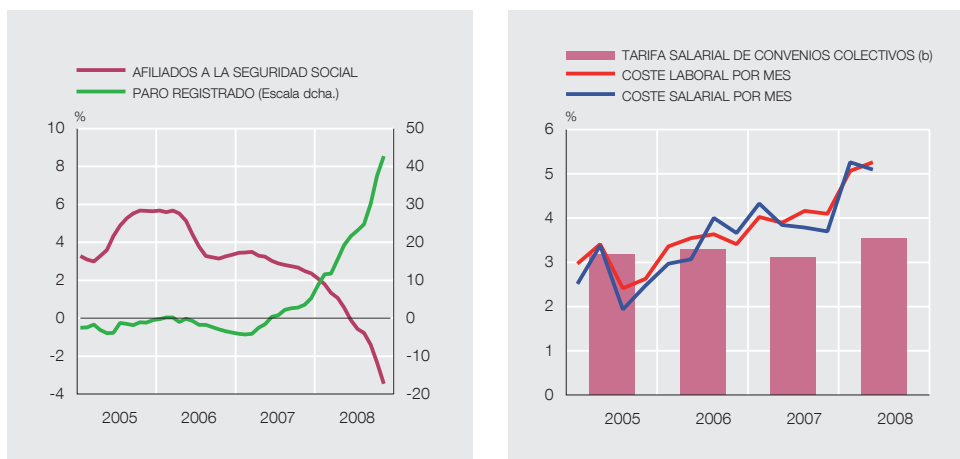
ce de los bienes de equipo (10,5%) y de las ventas al exterior de bienes intermedios energéticos y alimentos, con tasas de crecimiento positivas. Por el contrario, cayeron las exportaciones de bienes de consumo no alimenticio y las de bienes intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los países de la UE cayeron un 0,8%, mientras que las extracomunitarias aumentaron en ese mismo porcentaje. Por su parte, las importaciones reales mostraron un acusado descenso interanual en octubre (–13,5%). Todos los grupos de bienes presentaron tasas de crecimiento negativas, destacando los retrocesos de los bienes de equipo y de consumo no alimenticio (con caídas algo superiores al 20%). Por áreas geográficas, la caída fue más intensa en las compras comunitarias (–15%) que en las extracomunitarias (–11,2%). Finalmente, el déficit comercial nominal experimentó una intensa corrección en octubre, al disminuir un 29% en términos interanuales, como consecuencia de la sustancial mejora del déficit no energético, que se redujo casi a la mitad en comparación con el mismo mes del año anterior, mientras que el déficit energético siguió ampliándose. En el período comprendido entre enero y octubre, el déficit comercial solo creció un 1%, resultado de un aumento del 46% del componente energético y de un descenso de casi el 22% del no energético.

Respecto al turismo receptor, los principales indicadores se caracterizaron en el mes de noviembre por su evolución desfavorable. Según la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH), los indicadores de viajeros extranjeros y las pernoctaciones hoteleras intensificaron el tono negativo del mes anterior, al descender un 11,3% y un 8,7% interanual, respectivamente. Las llegadas de turistas extranjeros (FRONTUR) continuaron cayendo en noviembre, hasta retroceder a un ritmo del 11,6%. Asimismo, la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) de octubre reflejó un retroceso en el gasto nominal del 6,2%, frente al avance del 2,1% de los nueve primeros meses del año. El gasto medio por turista se contrajo levemente en octubre —en un 0,1%—, como resultado de la caída del 0,2% de la estancia media, frente al modesto incremento del 0,1% en el gasto medio diario. Por su parte, la tasa de crecimiento del saldo positivo nominal por turismo de la Balanza de Pagos se moderó en el período comprendido entre enero y septiembre hasta el 1,3% (frente al 2,8% del período enero-agosto).

Según los datos de la Balanza de Pagos, la necesidad de financiación de la nación se elevó en septiembre de 2008 a 8,1 mm de euros, un 2,4% menos que un año antes. La disminución del déficit de la balanza comercial y, en menor medida, la favorable evolución de las balanzas de transferencias corrientes y de capital compensaron el aumento del déficit de rentas y la reducción del superávit de servicios. En los nueve primeros meses de 2008, la necesidad de financiación de la nación se situó en torno a 76,7 mm de euros (un 2,5% por encima del nivel registrado en igual período de 2007), lo que representa un 9,4% del PIB, tres décimas menos que en los mismos meses del año anterior. El déficit por cuenta corriente alcanzó los 81,4 mm de euros en ese lapso de tiempo (lo que representa un incremento del 5,8% en tasa interanual), como consecuencia, principalmente, de la ampliación del saldo negativo de la balanza comercial ante el fuerte deterioro de su componente energético y, en menor medida, por los de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, con sendos incrementos del 5,9% y del 10%. Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios avanzó un 5,7%, hasta situarse en 19,3 mm en el período enero-septiembre de 2008. Finalmente, la cuenta de capital alcanzó un superávit de 4,8 mm de euros, 2,6 mm más que en los nueve primeros meses de 2007.

Desde el punto de vista de la oferta, los diferentes indicadores disponibles referidos al sector industrial reflejan un empeoramiento adicional de la actividad del sector. El IPI aceleró su retroceso hasta registrar una tasa del -12,5% en octubre en términos corregidos de calendario. El empeoramiento afectó a todos los tipos de bienes, que registraron tasas negativas de forma generalizada, con descensos respectivos del 11%, 14,6% y 10% de la producción de bienes de equipo, intermedios y de consumo. En este último caso tuvo lugar una caída del 14,4% del componente no alimenticio, lastrado a su vez por el descenso del 30,3% en la fabricación de automóviles. De forma análoga, los índices de cifras de negocios en la industria y de las entradas de pedidos del sector presentaron en octubre un comportamiento desfavorable. Además, en noviembre se agudizó el deterioro de los indicadores de confianza del sector. Así, tanto el índice de directores de compras del sector manufacturero (PMI) como el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea experimentaron sendos retrocesos que les condujeron a sus niveles más reducidos desde el inicio de la serie, en el primer caso, y desde septiembre de 1993, en el segundo. A su vez, los indicadores de empleo en el sector señalan también una intensificación de la evolución desfavorable. En concreto, los afiliados medios a la Seguridad Social aceleraron su descenso en 1,2 pp, hasta el 5,6%, mientras que el paro registrado se amplió a un ritmo del 37,1% interanual (8 pp más que en octubre).

En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible apunta, asimismo, a una pérdida de dinamismo. En particular, entre los indicadores de mercado de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre de 2008.

trabajo, las afiliaciones medias a la Seguridad Social, que en octubre habían continuado registrando un crecimiento positivo —en concreto, del 0,4%—, retrocedieron en noviembre en esa misma magnitud y el paro registrado se aceleró en ese mes en casi 5 pp, hasta el 34,7%. Los indicadores de opinión del mes de noviembre también se caracterizaron por su evolución desfavorable. Así, el indicador de confianza de los servicios retrocedió fuertemente, tras la leve mejoría de octubre, y el índice de directores de compras del sector (PMI) descendió cuatro puntos, hasta un nivel de 28,2, lo que supuso un mínimo histórico. Por último, la cifra de negocios de este sector, en términos reales y corregida de efecto calendario, experimentó en el mes de octubre una disminución del 9,3% (frente al retroceso del 5,3% de septiembre).

Los últimos datos publicados relativos al conjunto del mercado de trabajo indican una intensificación del deterioro mostrado en los últimos meses. En concreto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social retrocedió en noviembre a un ritmo interanual del 3,5% (frente al descenso del 2,3% en el mes anterior). Respecto al desempleo, la tasa de variación del número de parados registrados volvió a repuntar en el penúltimo mes del año hasta el 42,7% (37,6% en octubre), lo que supuso que el número de desempleados se situase en 2.989.269 personas, 171.000 más que el mes precedente (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta noviembre de 2008 un déficit de 14.060 millones de euros (1,3% del PIB), frente al superávit de 25.363 millones de euros (2,4% del PIB) obtenido en el mismo período del año 2007. Los recursos no financieros se redujeron un 18% en tasa interanual acumulada, mientras que los empleos no financieros aumentaron un 9,4%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta noviembre del año en curso se saldó con un déficit de 11.038 millones, contrastando con el superávit de 24.104 millones registrado en el mismo período del pasado año. A lo largo del mes, los ingresos aceleraron ligeramente su caída, hasta retroceder un 19% (cuatro décimas más de lo que lo habían hecho hasta octubre), en tanto que el ritmo de crecimiento de los pagos se mantuvo prácticamente inalterado en torno al 5,5% (véase gráfico 3). Estas cifras apuntan a un cierre del año con un déficit notablemente más elevado que el presentado en el Avance de liquidación para 2008 incluido en los Presupuestos Generales del Estado. La fuerte caída de los ingresos registrada hasta noviembre se debe a la debilidad del IRPF y a los



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

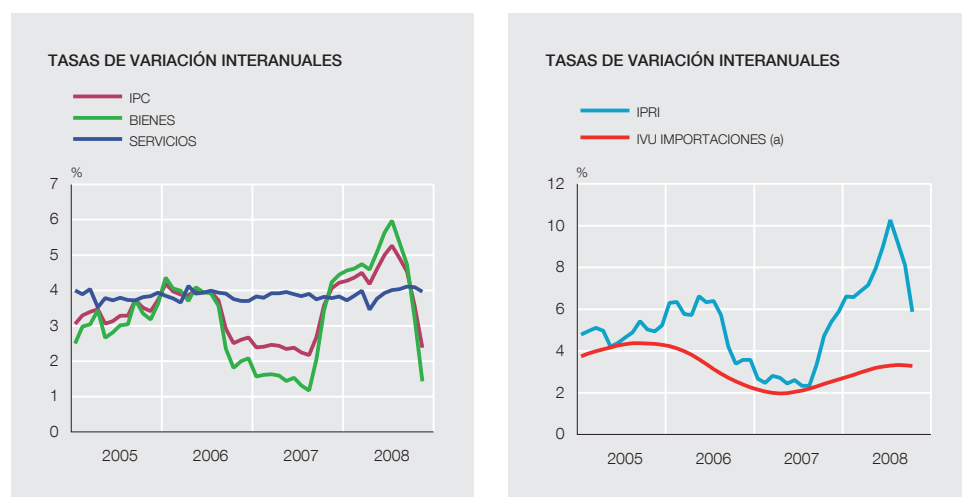
a. Último dato: noviembre de 2008.

elevados retrocesos en el Impuesto sobre Sociedades y en el IVA, que son, en parte, atribuibles a la repercusión del ciclo económico y, en parte, a las medidas discrecionales del Gobierno (entre estas, los efectos de la deducción de hasta 400 euros en el IRPF, el método transitorio de cálculo de los pagos fraccionados en el Impuesto sobre Sociedades, el impacto residual de la reforma de ambos impuestos en el año 2007 y el efecto del régimen de grupos en el IVA).

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral del Coste Laboral (ETCL), el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 5,1% interanual en el tercer trimestre de 2008, tasa ligeramente inferior al 5,3% del trimestre anterior. Los costes salariales registraron un incremento del 5,3% (dos décimas por encima del período precedente), mientras que los otros costes moderaron su ritmo de avance en ocho décimas, hasta situarse en el 4,9%. En cuanto a la negociación colectiva, los datos más recientes cifran el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 30 de noviembre, que afectan a más de 8,5 millones de trabajadores, en el 3,53%, cuatro décimas por encima del incremento con que se cerró el año 2007 antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 3,21% en la agricultura hasta un 3,64% en la construcción. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 —que repercute en el salario cobrado en 2008— se mantiene en 1,1 pp, superando en ocho décimas al efecto estimado para el ejercicio precedente.

Respecto a los precios de consumo, el IPC redujo en el mes de noviembre en 1,2 pp su ritmo de crecimiento interanual, hasta situarse en el 2,4% (véase gráfico 4). Esta tasa es la más baja de los últimos quince meses. La desaceleración del índice general afectó a todos sus componentes, con la excepción de los bienes industriales no energéticos, que repuntaron una décima, hasta el 0,6%. La ralentización más acusada correspondió a los precios energéticos, que retrocedieron un 0,5%, frente al avance del 9,3% del mes anterior. Los precios de los alimentos elaborados avanzaron un 3,6%, nueve décimas menos que en el mes anterior, lo que se debió al efecto base asociado al acusado aumento que se produjo hace un año, mientras que los de los alimentos no elaborados se moderaron en cinco décimas, hasta crecer un 2,5%. Finalmente, los precios de los servicios aumentaron un 4%, una décima menos que en octubre. El IPSEBENE —índice que excluye los precios de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados— registró un incremento del 2,7% interanual, dos décimas menos que el mes precedente. Esta tasa es la más baja de los últimos catorce meses. Al igual que en el caso del IPC, la tasa de crecimiento del índice armonizado (IAPC) se redujo también en 1,2 pp, hasta el 2,4%. En la Unión Monetaria, el ritmo de avance del IAPC se situó en el 2,1%, por lo que el diferencial de inflación fue de 0,3 pp, una décima menos que en octubre, siendo el valor más bajo desde el inicio de la UEM.

Por su parte, la tasa interanual del índice general de precios industriales experimentó un recorte de 2,2 pp en octubre, hasta situarse en el 5,9%. Todos los componentes contribuyeron a esta moderación (salvo los bienes de equipo), siendo las industrias de la energía las que desaceleraron sus precios con mayor intensidad, si bien aún presentaron tasas de variación en el entorno del 15%. El índice sin energía se situó en el 3,6% interanual, 1,3 pp menos que en el mes anterior.

Los precios de las exportaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), apenas aumentaron en octubre (0,1% en términos interanuales), frente al 1,1% de septiembre. Tanto los precios de los bienes de consumo distintos de los alimentos como, sobre todo, los de los bienes de equipo experimentaron descensos en octubre. En la vertiente importadora, el crecimiento del IVU del conjunto de bienes se ralentizó en octubre hasta el 3,6% (casi 1 pp menos que en el mes previo). Los precios energéticos crecieron un 14%, tasa muy inferior al 25% observado el mes anterior. Por su parte, el IVU de las compras no energéticas aumentó un 0,5% en octubre, tras la caída de 0,4% de septiembre. Por otro lado, el índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE se desaceleró en 1,5 pp en octubre, hasta el 3,4%. La ralentización estuvo determinada principalmente por el comportamiento de los precios de la energía, que avanzaron un 15,8%, 31,4 pp menos que el mes anterior. En menor medida también contribuyó el ritmo más reducido de avance de los precios de los bienes intermedios, mientras que los restantes componentes repuntaron modestamente. Del mismo modo, el índice general de los precios de importación de bienes industriales moderó su ritmo de crecimiento hasta el 5,2% en octubre (8,6% en septiembre), debido igualmente al menor encarecimiento del componente energético (14,9% interanual en octubre, 20,5 pp menos que el mes anterior) y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los

bienes intermedios. Por el contrario, los restantes bienes mostraron un mayor avance en sus precios.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el mes de diciembre, la situación financiera internacional en la que se desenvuelve el área del euro ha mostrado una leve disminución de las tensiones en los mercados monetarios —pero persistieron en los de crédito—, en el contexto de fuertes recortes de los tipos de interés oficiales por parte de varios bancos centrales, de anuncios de programas de estímulo fiscal en diversos países y de algunos planes de rescate adicionales, como el de Citigroup, por parte de las autoridades de Estados Unidos. No obstante, el alcance de estas medidas se ha visto atenuado por la incertidumbre sobre la ampliación de las ayudas a otros sectores —en especial, al del automóvil en Estados Unidos—, el deterioro de la mayoría de los indicadores macroeconómicos y la posible repercusión en los mercados del fraude financiero protagonizado por el *hedge fund* Madoff. Así, las bolsas, tanto desarrolladas como emergentes, experimentaron cierta recuperación y los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, han tendido a estabilizarse en niveles amplios. En los mercados de deuda, destaca el incremento de precio de los bonos y letras del Tesoro, utilizados como activos refugio, que han llevado al tipo de interés a diez años en Estados Unidos a niveles inferiores al 2,5%, muy próximos al mínimo histórico. Por el contrario, a diferencia de los últimos meses, el dólar se ha debilitado frente a las principales monedas de los países industrializados y también de las economías emergentes, especialmente las asiáticas. En los mercados cambiarios destacan, además, la depreciación de la libra esterlina frente al euro —en torno a un 10% en el último mes— y el acuerdo de *swaps* de divisas de Corea del Sur con Japón y China. En un contexto de debilidad de la actividad económica global y de aumento de las existencias de crudo, el precio del petróleo tipo Brent disminuyó más de un 15% a lo largo de diciembre —a pesar del anuncio de un recorte en la producción por parte de la OPEP—, hasta niveles por debajo de los 40 dólares/barril, si bien los precios a futuro continúan considerando que esta caída sería transitoria. Los precios del resto de materias primas también mantuvieron su tendencia a la baja, más pronunciada en metales que en productos alimenticios.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre de 2008 confirmó una contracción de la actividad del 0,5% trimestral anualizado. Asimismo, el National Bureau of Economic Research fijó en diciembre de 2007 el inicio oficial de la recesión en ese país. Los indicadores del cuarto trimestre ofrecen señales de mayor debilidad aún en la actividad y el mercado laboral. La confianza del consumidor apenas mejoró en diciembre —continúa en mínimos desde 1980— y las ventas al por menor cayeron notablemente en noviembre. Por otra parte, persiste el deterioro en el sector de la construcción residencial, a juzgar por la caída de las viviendas iniciadas y de las ventas de viviendas en noviembre, y la continuada evolución desfavorable de la confianza de los constructores en diciembre. A ello se añade el aumento en las tasas de impagos y embargos —especialmente, de los préstamos *subprime* a tipo variable— hasta niveles muy elevados en el tercer trimestre. El mercado laboral mostró un deterioro mayor que el esperado en noviembre, con la destrucción de más de medio millón de empleos —lo que eleva a 1,2 millones la pérdida de puestos de trabajo en los últimos tres meses— y un incremento de la tasa de paro del 6,5% al 6,7%. También en ese mes, los índices ISM de gestores de compras volvieron a caer hasta los niveles alcanzados en la recesión de 1982 y la producción industrial se contrajo un 5,5% interanual. La tasa de inflación interanual medida por el IPC se redujo del 3,7% al 1,1% en noviembre —con un tasa intermensual de -1,7%—, gracias a la moderación del precio del petróleo, mientras que la subyacente pasó del 2,2% al 2%. El deterioro de las perspectivas de actividad y la reducción de las presiones inflacionistas impulsaron a la Reserva Federal, en su reunión del 16 de diciembre, a reducir sus tipos de intervención —de la ventanilla de descuento y de la facilidad de depósito— en 75 puntos básicos (pb). Asimismo, decidió pasar de un objetivo puntual para

el tipo de interés de los fondos federales —anteriormente en el 1%— a un rango objetivo de entre el 0% y el 0,25%, en línea con los valores alcanzados por el tipo de interés efectivo de los fondos federales durante la primera mitad de diciembre.

En el Reino Unido, la estimación final del PIB del tercer trimestre revisó a la baja el crecimiento en seis décimas, hasta el -2,6% en tasa trimestral anualizada, con una disminución del consumo y una caída intensa de la inversión. Los indicadores más recientes apuntan a que la recesión se ha agudizado: los índices PMI de gestores de compras de noviembre cayeron hasta niveles históricamente bajos (34,4 en manufacturas); el crédito hipotecario y de consumo siguió cayendo, al igual que el precio de la vivienda, este último en tasas interanuales en torno al 16% en noviembre. La inflación se redujo fuertemente en noviembre, del 5,5% al 4,1% interanual, pero obligó al Gobernador del Banco de Inglaterra a escribir una nueva carta al Tesoro, al desbordar en más de un punto porcentual el objetivo del 2% por tercer mes consecutivo desde la carta anterior. En la carta se resaltan las perspectivas de fuerte caída de la inflación —incluso por debajo del 1%— en 2009. Con estas perspectivas, ya a principios de diciembre el Banco de Inglaterra volvió a recortar el tipo de interés oficial en 100 pb, que se añaden a los 150 pb del mes anterior, acumulando un descenso del 4,5% al 2%. Asimismo, el Tesoro presentó el proyecto de presupuesto, que prevé para el próximo año fiscal un incremento del déficit público de hasta el 8% del PIB —desde el 5,3% de este año— y una elevación de la deuda en 7 pp, hasta el 48,2%.

En Japón, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre se revisó notablemente a la baja, en 1,4 pp, hasta el -1,8% trimestral anualizado, y los indicadores recientes apuntan a una fuerte recesión. La producción industrial de noviembre y el índice PMI de manufacturas de diciembre registraron descensos notables. En diciembre, el sentimiento empresarial cayó hasta mínimos de las últimas décadas, por su previsión de una caída de la demanda interna y externa, un fuerte recorte de los beneficios y un aumento de las restricciones crediticias, lo que reduciría sus planes de inversión y contratación en los próximos meses. El consumo privado continúa deprimido por el descenso de los salarios reales y la debilidad del mercado laboral, al tiempo que la confianza del consumidor volvió a registrar un mínimo histórico en noviembre. La fuerte caída de las exportaciones en noviembre se reflejó en el mayor déficit comercial mensual registrado en 2008. Tanto la inflación general de noviembre como la subyacente se redujeron hasta el 1% interanual, desde el 1,7% y el 1,9%, respectivamente. El Banco de Japón redujo el tipo de interés oficial desde el 0,3% hasta el 0,1% en su reunión de diciembre, e introdujo medidas para facilitar la financiación empresarial, mediante la aceptación de deuda corporativa como activos elegibles en sus operaciones de mercado abierto y la compra directa de papel comercial. Finalmente, el Gobierno anunció a mediados de diciembre un tercer plan de estímulo económico en el que incluye medidas de recapitalización de bancos mediante fondos públicos y un nuevo paquete fiscal, que se estima en torno a un 2% del PIB.

En el tercer trimestre, el PIB se desaceleró en todos los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM y, en promedio, alcanzó un crecimiento del 4,6% interanual, inferior al 5,6% del segundo trimestre. La menor expansión se debió tanto a la progresiva pérdida de dinamismo de la demanda interna —muy intensa en los países bálticos— como a la menor contribución de la demanda exterior, al disminuir la demanda de exportaciones en el área del euro. Los indicadores del cuarto trimestre dan signos de una mayor debilidad de la producción industrial y de las exportaciones. La inflación siguió disminuyendo en noviembre de forma generalizada, por los menores precios de los alimentos y de la energía, y, en promedio, pasó del 5,9% al 5% interanual. En este contexto, se produjeron nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en casi todos los países.

En China, los indicadores de actividad y de demanda de noviembre mostraron nuevos signos de debilidad. En particular, la producción industrial se desaceleró de forma notable, como también lo hicieron, aunque en menor medida, la inversión en activos fijos y las ventas al por menor. Además, tanto las exportaciones como las importaciones registraron una inesperada caída interanual en noviembre, si bien el superávit comercial se mantuvo en valores máximos de los últimos veinte años. La inflación siguió reduciéndose en noviembre, hasta el 2,4% interanual, y la oferta monetaria moderó levemente su crecimiento, mientras que el crédito se reactivó y creció a una tasa del 16% interanual, similar a la de 2007. Las autoridades chinas continuaron intentando apoyar el crecimiento económico, con la implementación de una política fiscal expansiva y una política monetaria moderadamente laxa, con nuevas reducciones de los tipos de interés y del coeficiente de reservas bancarias. En el resto de Asia, el PIB del tercer trimestre se desaceleró en casi todos los países de la región y, en promedio, pasó del 6,6% al 6% interanual. Por su parte, la inflación ha seguido reduciéndose de manera generalizada en noviembre, por la moderación continuada de los precios de la energía y de las materias primas. Ante esta situación, la mayoría de los países redujo sus tipos de interés oficiales y varios de ellos adoptaron medidas complementarias para reactivar el crédito interno. Además, algunos de ellos —India, Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Tailandia— anunciaron planes de expansión del gasto público.

En América Latina, el PIB creció en el tercer trimestre un 4,9% interanual, solo cinco décimas menos que el trimestre anterior. La desaceleración ha sido notable en Argentina, en México y en Venezuela, más gradual en Colombia, mientras que en Perú también se moderó pero desde tasas muy elevadas. Por el contrario, tanto en Chile como en Brasil la actividad se aceleró en términos interanuales. Los indicadores del cuarto trimestre apuntarían a una desaceleración adicional de la actividad en la región. La inflación se moderó en noviembre —con la única excepción de México—, de forma que la tasa interanual del agregado disminuyó en dos décimas, hasta el 8,6%. En este contexto, el Banco Central de Colombia ha sido el primero en iniciar el ciclo de bajadas de los tipos de interés, con una reducción de 50 pb, y algunos países —como Perú y Brasil— redujeron los coeficientes de reservas bancarias. Durante el mes, se adoptaron distintas medidas fiscales en Argentina, Brasil, Ecuador y Perú, sumándose al plan de inversiones anunciado por México en octubre, y se impulsó la concesión de créditos en Argentina y Perú. Se revisaron a la baja los *ratings* de Argentina, Venezuela y Ecuador. Este último país anunció el impago de una parte del servicio de su deuda externa.

En cuanto a la UEM, de acuerdo con la primera estimación de Eurostat, el PIB disminuyó en el tercer trimestre de 2008 un 0,2% con respecto a los tres meses previos, la misma tasa que en el segundo trimestre. Esto ha supuesto una reducción adicional del ritmo de avance interanual, que se sitúa en el 0,6%, ocho décimas menos que en el período abril-junio. El retroceso de la actividad fue debido a la fuerte aportación negativa de la demanda exterior neta, que detrajo 0,5 pp del crecimiento intertrimestral del PIB, ya que los inventarios y la demanda interna contribuyeron en 0,3 pp y 0 pp, respectivamente. Entre los componentes de la demanda interna, el consumo privado no varió (–0,2% en el segundo trimestre del año), mientras que el consumo público mantuvo su ritmo de expansión en el 0,8% y la formación bruta de capital disminuyó a una tasa intertrimestral del 0,6% (tras el –0,9% en el período previo). El deterioro de la demanda exterior neta obedeció a la mayor fortaleza de las importaciones que de las exportaciones. Finalmente, el empleo de la UEM cayó en el tercer trimestre un 0,1%, tras el incremento del 0,2% del período previo, lo que supone la primera destrucción de empleo desde la creación del área del euro (–80.000 empleos).

		2008					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	-0,4	-1,1	-0,7	-2,7	-5,6	
	Comercio al por menor (b)	-3,2	-1,5	-1,7	-1,0	-2,0	
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-8,9	-8,7	-6,1	-11,5	-14,6	-18,4
	Indicador de confianza de los consumidores	-17,0	-20,0	-19,0	-19,0	-24,0	-25,0
	Indicador de confianza industrial CE	-5,0	-8,0	-9,0	-12,0	-18,0	-25,0
	PMI de manufacturas	49,2	47,4	47,5	45,0	41,1	35,6
	PMI de servicios	49,1	48,3	48,5	48,4	45,8	42,5
	IAPC (b)	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	9,6	9,2	8,8	8,7	8,7	
	M1	1,5	0,3	0,2	1,2	3,7	
	Crédito a los sectores residentes	9,1	9,1	9,3	8,5	7,3	
	AAPP	-0,8	0,2	1,6	0,8	0,7	
	Otros sectores residentes	11,2	10,9	10,8	10,1	8,6	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	4,2	4,0	3,9	3,8	3,3	
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,7	12,9	12,6	12,2	11,9	
	EONIA	4,01	4,19	4,30	4,27	3,82	3,15
	EURIBOR a tres meses	4,94	4,96	4,97	5,02	5,11	4,24
	EURIBOR a un año	5,36	5,39	5,32	5,38	5,25	4,35
	Rendimiento bonos a diez años	4,81	4,81	4,50	4,50	4,42	4,20
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,68	-0,79	-0,57	-0,80	-0,61	-0,63
	Tipo de cambio dólar/euro	1,555	1,577	1,498	1,437	1,332	1,273
	Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d)	-23,8	-23,5	-23,5	-30,9	-41,1	-44,8

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Media del mes hasta el día 23 de diciembre de 2008.

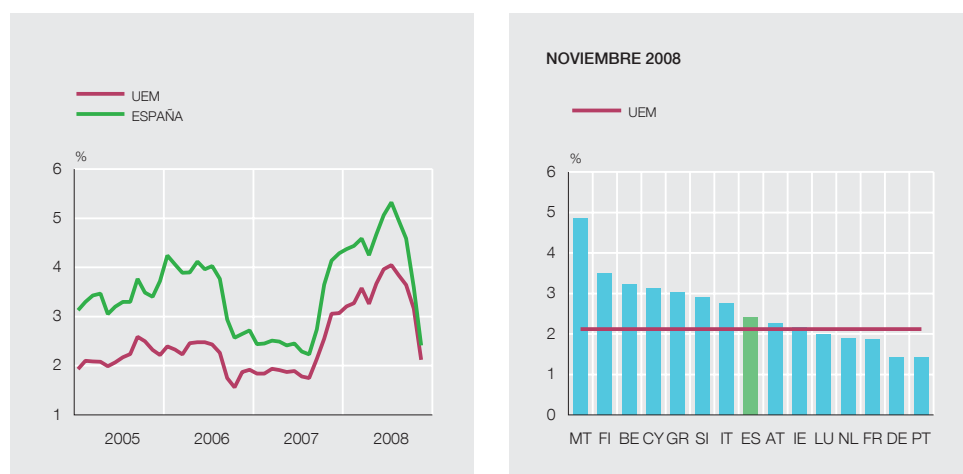
b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 23 de diciembre de 2008.

La información coyuntural más reciente apunta a un deterioro adicional de la actividad en el tramo final de 2008. Así, por el lado de la oferta, en octubre la producción industrial disminuyó un 1,4% y los pedidos industriales un 4,7%. Según las encuestas de opinión, tanto los indicadores de confianza de la industria y los servicios de noviembre, elaborados por la Comisión Europea, como la encuesta de directores de compras de las ramas manufacturera y de servicios, disponibles hasta diciembre en su versión preliminar, retrocedieron (véase cuadro 1). Por el lado de la demanda, las ventas al por menor en octubre y las matriculaciones de automóviles y la confianza del consumidor de noviembre mantuvieron un comportamiento negativo. Finalmente, los datos de comercio de octubre muestran un deterioro de las exportaciones nominales de bienes.

El Índice Armonizado de Precios de consumo (IAPC) de la UEM creció en noviembre a una tasa de interanual del 2,1%, un punto porcentual por debajo de la de octubre (véase gráfico 5). Esta fuerte moderación de la inflación del área ha venido dada, fundamentalmente, por la desaceleración de los precios de la energía y de los alimentos, como resultado de la caída experimentada por el precio del petróleo y de las materias primas alimenticias a lo largo de la segunda parte del año. Los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron una ligera ralentización y los de los servicios mantuvieron estable su crecimiento. Todo ello permitió que la tasa de variación del IPSEBENE disminuyera dos décimas, hasta el 2,2%. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) registró en octubre una reducción adicional de 1,6 pp en su tasa de variación interanual, hasta el 6,3%, como consecuencia de la fuerte desaceleración de los



FUENTE: Eurostat.

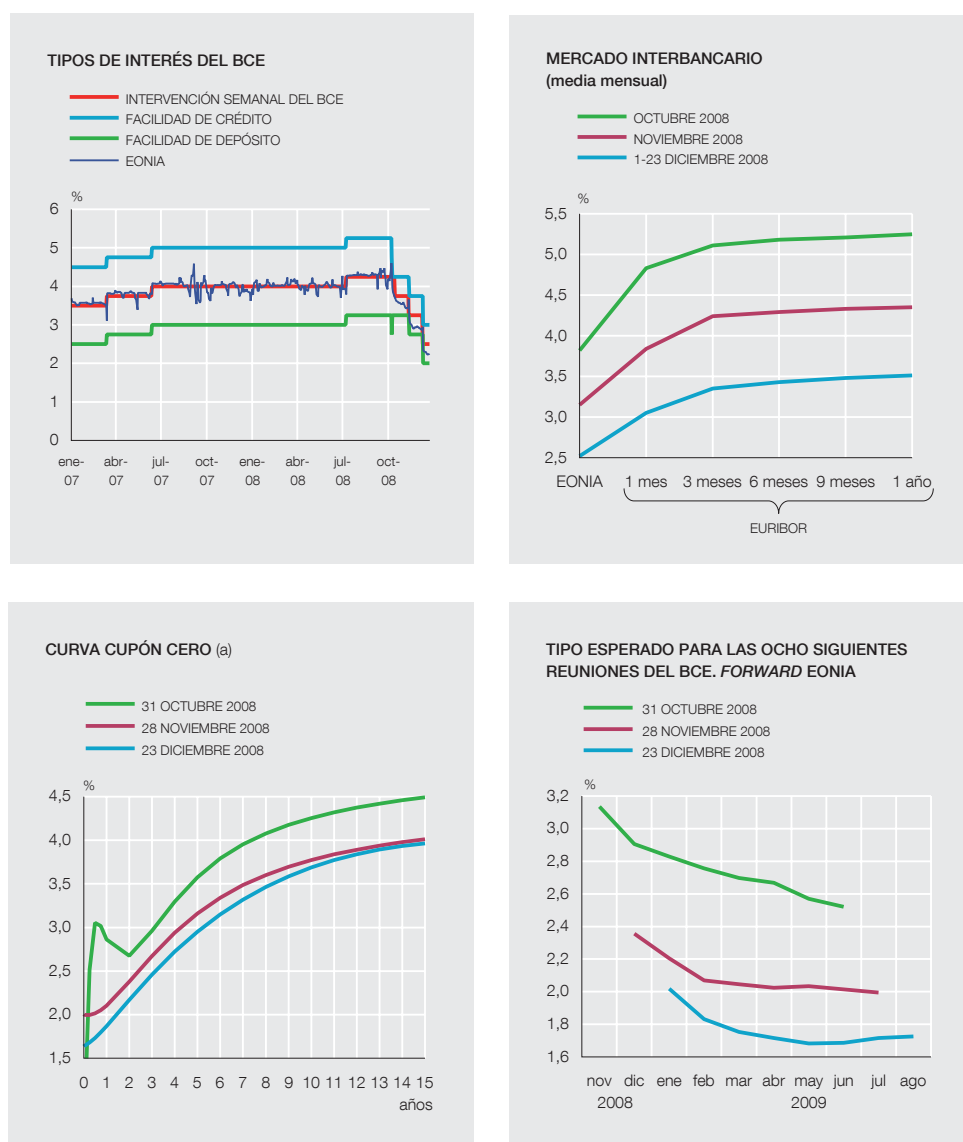
precios de la energía y, en menor medida, de los restantes componentes, salvo los bienes de consumo duradero, que aumentaron en dos décimas su ritmo de avance.

El Consejo de la Unión Europea aprobó en su reunión del 11 y 12 de diciembre el plan de relanzamiento económico propuesto por la Comisión Europea. Este se concibe como un marco para la acción concertada de los distintos Estados miembros, consistente en un estímulo económico de 200 billones de euros (1,5% del PIB), destinados a potenciar la demanda y a restablecer la confianza.

El Banco Central Europeo disminuyó los tipos de interés oficiales en su reunión del 4 de diciembre en 75 pb. Esta decisión supone la tercera reducción en los últimos dos meses, tras las bajadas de 50 pb anunciadas el 8 de octubre y el 6 de noviembre. En conjunto, estos movimientos han supuesto una rebaja de 1,75 pp y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 2,5%, y los de las facilidades de depósito y marginal de crédito en el 2% y en el 3%, respectivamente. El Consejo de Gobierno señaló que el descenso de los precios de las materias primas y la marcada ralentización de la actividad económica están suponiendo una atenuación adicional de las presiones inflacionistas. De este modo, se espera que la inflación se sitúe en línea con el objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo.

En el período transcurrido de diciembre se produjo una considerable disminución de los tipos de interés de los depósitos interbancarios, mientras que los referidos a las operaciones interbancarias con garantías —*eurepos*— experimentaron una ligera reducción. A pesar de ello, el diferencial entre ambos sigue manteniéndose en niveles muy elevados. Así, los tipos interbancarios a un mes y a un año se situaban a fecha de cierre de este boletín en el 2,7% y en el 3,2%, 83 pb y 76 pb, por debajo de los observados a finales de noviembre (véase gráfico 6), pero en torno a 72 pb y 160 pb por encima de los correspondientes *eurepos*. En los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años del bono alemán se han mantenido durante el período analizado en torno al 3,1%, mientras que en Estados Unidos el rendimiento de los activos análogos disminuyó unos 80 pb, con lo que el diferencial negativo entre los rendimientos de la deuda de este país y Alemania se ha ampliado hasta los 77 pb.

Las cotizaciones de los mercados de renta variable europeos han seguido mostrando una alta volatilidad. En concreto, el índice Dow Jones EURO STOXX 50 se situaba a fecha de cierre de



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

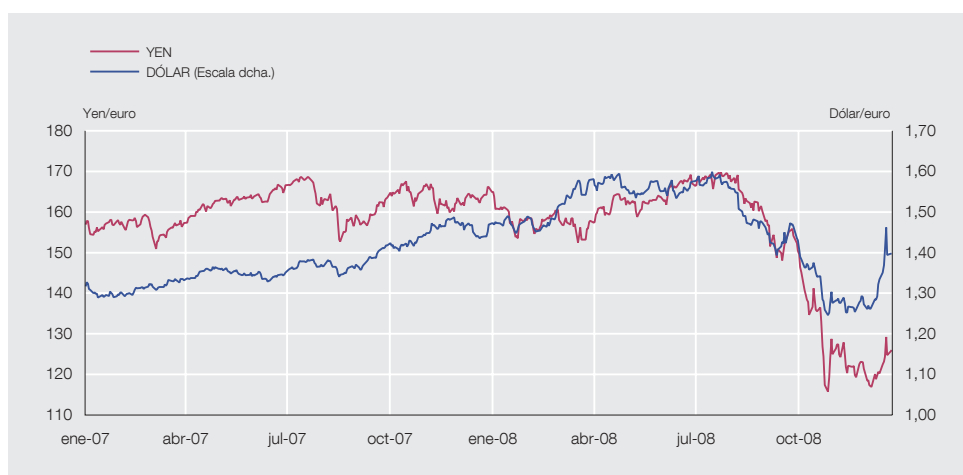
a. Estimación con datos del mercado de swaps.

este boletín a un nivel similar al alcanzado a finales de noviembre y alrededor de un 45% por debajo del registrado a finales del año pasado. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado con respecto a las principales monedas, y muy intensamente con respecto al dólar y a la libra esterlina. Por ello, en términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se ha apreciado más de un 7% desde finales de noviembre y el tipo de cambio dólar/euro se situó el 17 de diciembre alrededor de 1,40 (véase gráfico 7).

El agregado monetario M3 mantuvo en octubre, tal y como se comentó en el Boletín de noviembre, su tasa de incremento interanual en el 8,7%, mientras que los préstamos al sector privado no financiero experimentaron una nueva desaceleración, de modo que su ritmo de avance se redujo ocho décimas, hasta el 7,8%.

Evolución financiera en España

Durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre, la evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales continuó estando condicionada por la preocupación por el crecimiento económico y el desarrollo del episodio de crisis que se vive en los mismos. En



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2005	2006	2007	2008				
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	6,18	6,21	6,21	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	9,58	9,48	9,35	...	...
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	3,14	3,21	3,35	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,59	4,77	5,80	6,06	6,11	6,14	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	4,35	4,28	3,13	2,69	2,21
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	4,26	4,20	4,04	3,53	3,48
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,56	4,57	4,47	4,15	3,86
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	0,03	0,09	0,34	0,46	0,57	0,56	0,78
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,39	0,26	0,64	0,80	0,97	1,71	2,14	2,87
	IBEX 35 (f)	18,20	31,79	7,32	-22,89	-27,63	-39,96	-41,31	-40,27

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 23 de diciembre de 2008.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2007.

f. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

este contexto, se registraron descensos en los tipos de intervención oficiales, aumentos en los diferenciales crediticios y reducciones en las rentabilidades de la deuda pública y del mercado interbancario, y en las bolsas la volatilidad de las cotizaciones se mantuvo en niveles elevados. Por otra parte, de acuerdo con los datos más recientes sobre los balances del sector privado, que se refieren al mes de octubre, prosiguió la desaceleración de la financiación captada por las sociedades y los hogares, de forma más acusada en el caso de los hogares, al tiempo que los ritmos de expansión de sus activos líquidos experimentaron escasas variaciones. La información provisional correspondiente a noviembre apunta a nuevos descensos en las tasas de crecimiento de la deuda de las empresas y las familias y a un mantenimiento del dinamismo de sus activos líquidos.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH
Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2008	2006	2007	2008		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
FINANCIACIÓN TOTAL	2.503,7	19,0	12,1	8,3	8,0	7,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.207,6	24,2	15,4	8,5	8,1	7,6
Hogares e ISFLSH	911,0	19,6	12,7	7,2	6,6	5,8
De los cuales:						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	673,8	20,4	13,2	6,8	6,4	5,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	234,8	17,5	11,2	7,9	6,6	5,4
Sociedades no financieras	1.296,6	28,0	17,4	9,5	9,3	8,9
De los cuales:						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	951,7	29,8	19,3	9,8	9,0	9,2
– Valores de renta fija (d)	39,3	134,2	18,4	10,0	6,9	6,7
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	296,1	-4,8	-7,2	6,3	6,9	10,3
Valores a corto plazo	41,8	-2,3	2,4	13,6	12,4	30,7
Valores a largo plazo	284,7	-0,4	-3,1	-1,1	0,3	1,8
Créditos – depósitos (f)	-30,4	-13,1	-13,2	16,7	14,4	13,0

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

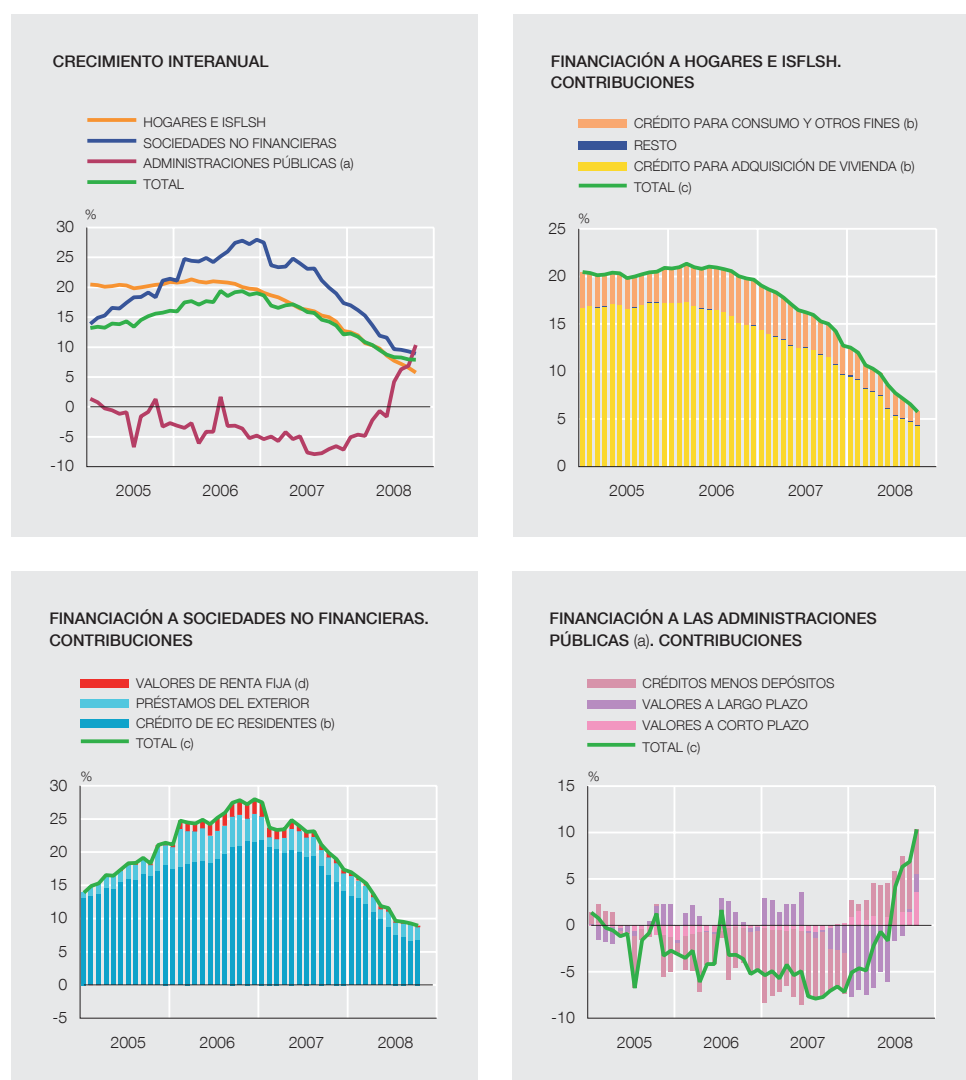
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas volvieron a disminuir durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre. Así, entre el 1 y el 23 de este último mes, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en el 2,21% y el 3,86%, respectivamente, lo que supone un descenso de 92 pb y 61 pb en relación con los valores de octubre (véase cuadro 2). El descenso de la rentabilidad de la referencia española a diez años fue inferior al de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas se amplió, llegando a superar los 75 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras experimentaron un nuevo ascenso, situándose en torno a los 290 pb.

En los mercados de renta variable continuó, durante noviembre, el descenso en las cotizaciones, pero durante la primera mitad de diciembre se produjo cierta recuperación, en un contexto en el que la volatilidad se mantuvo en niveles elevados. De este modo, el 23 de diciembre, el IBEX 35 perdía un 0,5% en relación con el nivel de finales de octubre, comportamiento más favorable que el experimentado por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (-8,1%) y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (-10,9%). Con estos movimientos, la disminución acumulada en el año por el índice español se eleva al 40,3%, una reducción algo inferior a la registrada por la referencia del área del euro (45,9%) y similar a la que presentaba el indicador de los valores estadounidenses (40,9%).

En octubre, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras y la remuneración de los depósitos de los hogares aumentaron hasta el 6,14% y el 3,35%, 3 pb y 14 pb



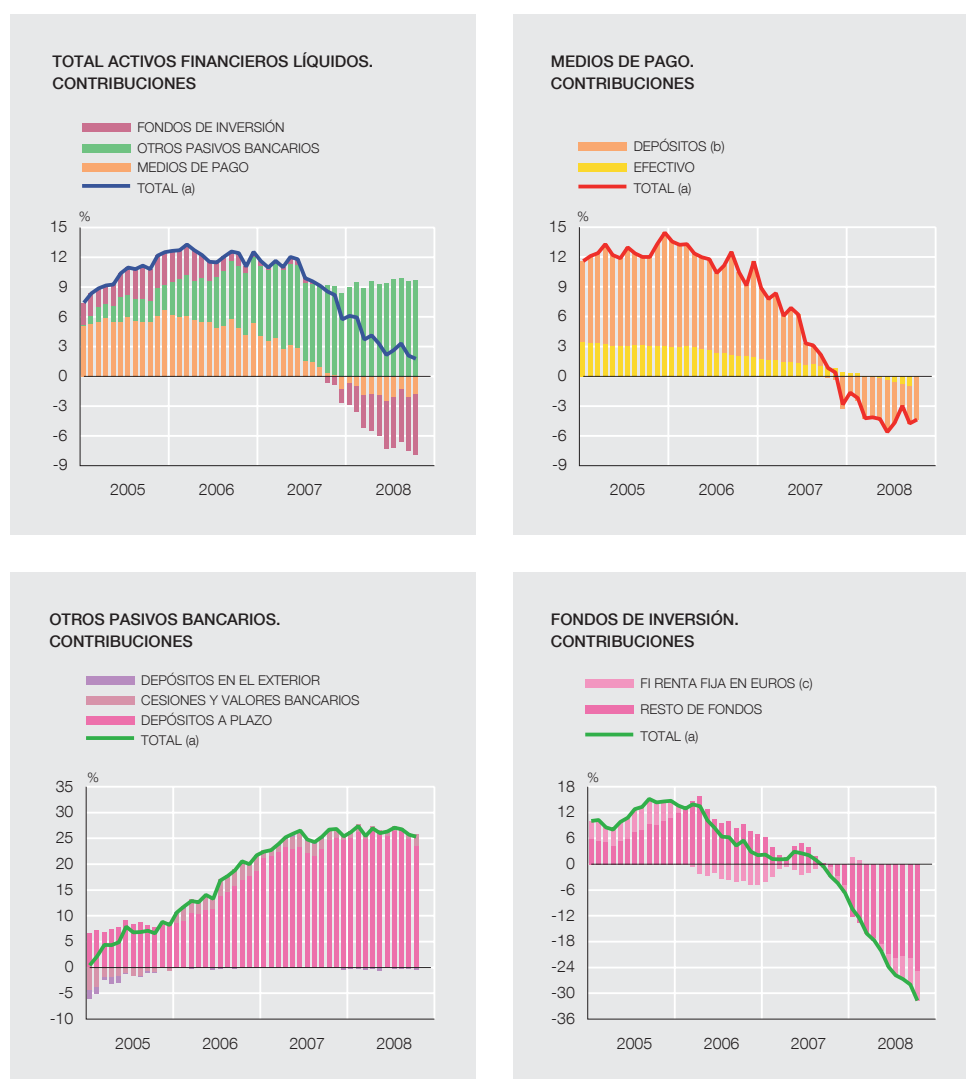
FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
 b. Incluye los créditos titulizados.
 c. Crecimiento interanual.
 d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

por encima de los valores registrados en septiembre. En cambio, el tipo de interés aplicado a las familias en los préstamos para el consumo y otros fines se redujo 13 pb, hasta situarse en el 9,35%, y el de los créditos para adquisición de vivienda permaneció inalterado en el 6,21%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros presentó, en el mes de octubre, una tasa de crecimiento interanual similar a la registrada en septiembre. Esta evolución fue el resultado de la reducción del ritmo de expansión interanual de los fondos captados por las familias y las empresas, que se situó ligeramente por debajo del 6% y del 9%, respectivamente, y que fue compensada por el mayor dinamismo de los pasivos netos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que la desaceleración de los pasivos de las familias en octubre obedeció a un descenso en la tasa de crecimiento interanual tanto de los presta-



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

c. La serie incluye las categorías fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

mos para la adquisición de vivienda como de los destinados al consumo y otros fines, que se situaron, en ambos casos, por debajo del 6%, lo que supuso caídas en torno a 0,5 pp y 1 pp, respectivamente, en relación con el mes precedente. Por su parte, el desglose por instrumentos de los fondos captados por las sociedades no financieras indica que el ritmo de expansión interanual del crédito otorgado por las entidades residentes se mantiene en cifras similares a las de septiembre (9%), mientras que los valores de renta fija y los préstamos del exterior presentan un menor dinamismo. La información provisional correspondiente a noviembre evidencia una prolongación de la pauta de moderación en el avance de la deuda de los hogares y de las empresas.

La tasa de variación interanual de los fondos captados por las Administraciones Públicas registró un fuerte incremento en octubre, situándose por encima del 10% (más de 3 pp por encima del mes anterior). Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, se produjeron emisiones de valores de renta fija, de forma más acusada en el caso de los

de corto plazo, al tiempo que el saldo entre crédito y depósitos volvió a crecer considerablemente.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y las familias experimentaron en octubre un ritmo de avance similar al observado en septiembre (véase gráfico 9). Por instrumentos, los depósitos a plazo se desaceleraron ligeramente, aunque mantuvieron una tasa de expansión interanual cercana al 28%, mientras que los fondos de inversión y los medios de pago continuaron contribuyendo negativamente al avance del agregado, aunque, en el caso de los últimos, su contribución fue algo menos negativa que en meses anteriores como consecuencia del menor ritmo de caída mostrado por el efectivo. La información provisional referida a noviembre apunta a una continuidad de las mismas tendencias observadas el mes precedente.

26.12.2008.

LA INVERSIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA Y LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Sánchez, Paula Sánchez y Alberto Urtasun, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La inversión empresarial es una variable muy relevante, tanto como componente de la demanda agregada, pues representa casi un 20% del PIB, como desde el punto de vista de la oferta, ya que es un factor determinante de la evolución del producto potencial de la economía. En términos cualitativos, la importancia de la inversión se explica por su papel fundamental en la formación e intensidad de los ciclos económicos. Pese a ello, el análisis de los factores determinantes de la dinámica de la inversión agregada sigue mostrando algunas lagunas, sobre todo en cuanto al estudio del conjunto de variables que pueden influir en las decisiones de inversión de las empresas.

El marco habitual para analizar la inversión empresarial es el de un modelo neoclásico en el que la demanda de capital surge de la maximización del beneficio y donde la inversión es el resultado del ajuste del *stock* de capital a su nivel deseado. Como resultado, se establece una relación en la que la inversión responde básicamente a la producción y al coste de uso del capital. Según este modelo, otras variables, como los factores financieros, la confianza de los empresarios o las expectativas de beneficios, desempeñan un papel limitado a la hora de explicar las decisiones óptimas de inversión, si bien podrían influir en la determinación de las fluctuaciones de la inversión en torno a sus valores de equilibrio.

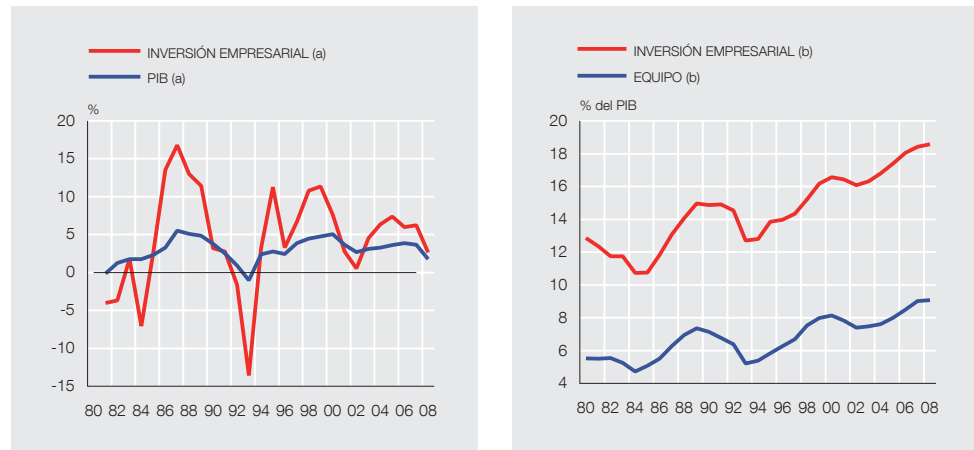
No obstante, desarrollos teóricos y empíricos más recientes han puesto de manifiesto la relevancia de la posición financiera de las empresas en la toma de sus decisiones de gasto [véase, por ejemplo, Hernando y Martínez-Carrascal (2003), donde se analiza esta cuestión desde una perspectiva microeconómica]. En este contexto, uno de los objetivos de este artículo es, precisamente, examinar la relación entre los principales indicadores de posición financiera (ratio de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad) y las decisiones de inversión, desde una perspectiva macroeconómica. Además, se analiza el papel que pueden desempeñar otras variables que han ido apareciendo en los últimos años en diversos estudios sobre los determinantes de la inversión, utilizando para ello el marco que proporciona el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)¹.

El artículo se estructura como sigue. En primer lugar, se presenta la evolución reciente de la inversión empresarial y se revisa su relación con sus determinantes habituales: el producto y el coste de uso del capital. Para esta última variable se discuten algunos aspectos metodológicos; en concreto, sobre cómo medir el coste de financiación. A continuación, se describe el papel que desempeñan los factores financieros en la dinámica de la inversión. Posteriormente, se presenta la evidencia empírica obtenida de la revisión de la ecuación para la inversión productiva privada que forma parte del MTBE. Por último, se resumen las principales conclusiones.

Evolución de la inversión empresarial y su comportamiento cíclico

Antes de describir los rasgos básicos de la evolución de la inversión empresarial, conviene señalar que la variable utilizada en el análisis (también denominada *inversión productiva privada*) se refiere a la inversión que realizan todas las empresas, independientemente de su orientación productiva (englobando, por tanto, empresas financieras y no financieras, públicas y

1. Para una explicación detallada de este modelo, véase Ortega et ál. (2007).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación real.

b. Porcentaje del PIB en términos reales.

privadas) y de su tamaño (incluyendo a los empresarios individuales). Comprende, además, todos los activos en los que invierten las empresas, es decir, bienes de equipo y otras construcciones, como almacenes, locales comerciales y oficinas².

Desde una perspectiva de largo plazo, la dinámica de la inversión empresarial presenta un patrón marcadamente procíclico, con crecimientos superiores a los de la actividad al inicio de las fases de recuperación y descensos más pronunciados en las etapas recesivas, dando lugar a lo que se denomina «efecto acelerador de la demanda» (véase gráfico 1). De este comportamiento se deriva una alta variabilidad de la inversión empresarial en relación con el producto, que, aunque parece que ha disminuido en los últimos años, sigue siendo cuatro veces la del PIB.

Durante el período analizado se identifican dos grandes ciclos, que abarcan, respectivamente, desde 1980 hasta 1993 y desde 1994 hasta la actualidad, siendo el punto de corte entre ellos el fin de la recesión de comienzos de los años noventa³. En el ciclo más reciente (todavía incompleto, pues hasta el momento recoge una larga fase alcista y solo el inicio de la bajista), la inversión empresarial ha registrado un crecimiento medio anual del 6%, frente a un 2% en el ciclo anterior, y ha explicado un 30% del crecimiento del PIB, en comparación con un 12% en el período previo. No obstante, a pesar de este mayor crecimiento medio anual y de que se ha prolongado el dinamismo de la inversión durante un período más largo, en la etapa expansiva más reciente no se han alcanzado los altos ritmos de avance de la fase alcista del ciclo anterior (véase panel izquierdo del gráfico 1).

Esta duración de la última fase expansiva se ha reflejado en un incremento muy significativo de la ratio de inversión en relación con el PIB, hasta alcanzar el 18%. Por componentes, este perfil se explica tanto por la compra de activos de construcción —almacenes, locales comerciales y oficinas, entre otros— como por la adquisición de bienes de equipo. El dinamismo de la demanda de bienes de equipo ha estado ligado al cambio tecnológico que se produjo en la

2. De hecho, la inversión empresarial considerada es el resultado de deducir del total de la formación bruta de capital fijo (en términos de Contabilidad Nacional) la llevada a cabo por las Administraciones Públicas y la inversión en vivienda, que puede atribuirse fundamentalmente a las decisiones de las familias. 3. En Sánchez Carretero y Sánchez Pastor (2008) se encuentra una descripción detallada de la inversión empresarial, sus características cíclicas y su estructura por productos y ramas productivas, así como una comparación internacional.

segunda mitad de los noventa, asociado al desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación, y que ha permitido a la economía española alcanzar una ratio de inversión en bienes de equipo similar a la de la UEM y reducir el diferencial con Estados Unidos que existía a mediados de la década de los noventa.

Por último, cabe señalar que la relación de la inversión empresarial con el producto se ve afectada también por la distinta evolución de las diversas ramas productivas a lo largo del ciclo, dado el diferente esfuerzo inversor que comporta cada una de ellas (los servicios de mercado realizan un 68% de la inversión empresarial, la industria un 24% y la construcción un 6%). Así, la desaceleración de la inversión empresarial en los años 2001 y 2002, difícil de explicar por sus determinantes habituales, se produjo en un contexto de ralentización de la actividad industrial, así como de la de la rama de servicios de mercado, aunque la construcción continuaba mostrando altas tasas de crecimiento. En cambio, en el período 2005-2007 el mantenimiento de una ratio de inversión creciente podría estar asociado, en parte, a la recuperación industrial y al dinamismo de los servicios de mercado.

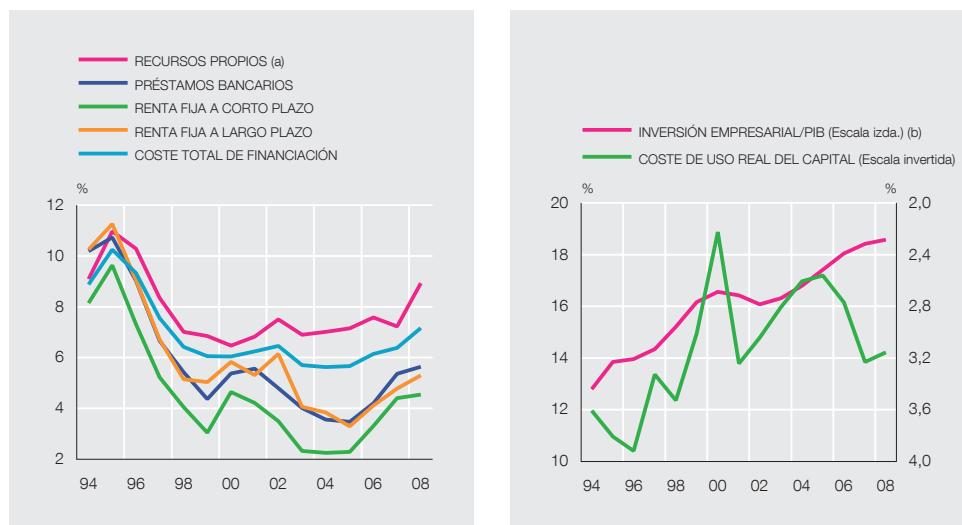
La inversión empresarial y el coste de uso real del capital

Junto con la producción, el otro factor fundamental que afecta a la inversión es el coste de uso real del capital (el coste de adquisición y utilización de dicho capital), que es una función de los costes de financiación, la tasa de depreciación del stock de capital, la tasa de inflación y el precio de compra del capital nuevo en relación con los precios de producción. Centrando la atención en el componente de los costes de financiación, esta variable se ha aproximado, tradicionalmente, por el tipo de interés de los préstamos bancarios concedidos a las empresas, excluyendo el resto de fuentes de financiación. No obstante, dada la estructura de financiación de las empresas, que comprende otras vías de captación de recursos, este enfoque puede resultar demasiado simplificado, siendo más adecuado un análisis basado en el coste total de financiación.

Según la información de las cuentas financieras de la economía española, en el año 2007 los créditos bancarios suponían en torno a un 36% del total de los pasivos de las sociedades no financieras, los recursos propios un 63% y los valores de renta fija apenas un 1%⁴. Como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico 2, aunque existe una cierta sincronía en la evolución del coste de los distintos instrumentos, estos presentan diferencias en cuanto a las tendencias a corto plazo y a su variabilidad⁵. En particular, se aprecia que la financiación a través de emisión de renta variable es más cara que la obtenida mediante recursos ajenos, lo que refleja la prima de riesgo más elevada exigida por los accionistas. A partir del precio de las distintas fuentes de financiación y del correspondiente peso que tienen en el pasivo agregado de las sociedades, Alonso y Marqués (2006) obtienen un indicador del coste total de financiación de las empresas que recoge el coste unitario de renovar la financiación, manteniéndose la estructura de pasivo de las compañías, y mide con más exactitud el coste de capital que la consideración exclusiva de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Este indicador sintético del coste total de financiación refleja la significativa reducción de tipos bancarios que tuvo lugar en la segunda mitad de los noventa, pero de forma menos pronunciada y con un nivel superior a estos últimos, dado el perfil del coste de los recursos propios.

A partir de esta serie de coste total de financiación se ha elaborado el coste de uso real del capital, que es la variable relevante para las decisiones de inversión. Un análisis meramente descriptivo de la relación de esta variable con la inversión en términos del PIB muestra, como

4. En estos cálculos, los préstamos bancarios incluyen los créditos concedidos por entidades extranjeras. Además, en el total de pasivos se han excluido los créditos comerciales. Un análisis detallado de la estructura de financiación de las empresas no financieras y su evolución se encuentra en Nieto (2004). 5. En Alonso y Marqués (2006) se encuentra una descripción detallada de la elaboración del coste de los distintos instrumentos de financiación, centrando la atención en los recursos propios.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas [véase Alonso y Marqués (2006)].
b. Ratio en términos reales.

cabía prever, una relación negativa entre ambas (véase panel derecho del gráfico 2). En el período 2006-2007 se registró un incremento del coste de uso, derivado de la tendencia creciente del coste de los préstamos bancarios, que no se vio acompañado de una desaceleración en la inversión, aunque en 2008 la relación entre ambas variables ha vuelto a ser negativa. En cualquier caso, en estos últimos años el coste de uso se ha movido en niveles históricamente reducidos.

La inversión productiva y la posición financiera de las empresas

Aunque, según los modelos tradicionales, la inversión depende fundamentalmente de la actividad y del coste de uso real, existen diversos canales por los que las variables de posición financiera de las empresas pueden afectar a sus decisiones de gasto. Por un lado, cuanto mayores sean el beneficio generado y la disponibilidad de fondos externos, más recursos tendrá la empresa para destinar a la inversión. Por otro lado, en un contexto de información asimétrica (en el que el prestamista tiene menos información que la empresa sobre la calidad del proyecto de inversión que esta pretende llevar a cabo), el acceso a la financiación externa tenderá a depender de la estructura de balance de cada empresa. Así, una mayor carga financiera, un nivel de endeudamiento superior y unos menores beneficios podrían tener un impacto negativo sobre la valoración de la solvencia de las empresas, limitando su acceso al crédito y, en consecuencia, frenando su inversión.

No obstante, la intensidad de estos canales puede estar limitada por varios factores. En primer lugar, los beneficios, al igual que los recursos externos, pueden usarse para otros fines distintos a la inversión en capital fijo —tales como inversiones financieras (fusiones y adquisiciones)—, como las que tuvieron lugar a finales de los noventa y principios de esta década, o reestructuraciones internas, como lo ocurrido en muchos balances empresariales en 2002. En segundo lugar, podría ser que los efectos de la posición financiera sobre las decisiones de gasto no fuesen lineales, sino que les afectasen a partir de un determinado umbral. Por último, los datos agregados pueden esconder un comportamiento dispar entre empresas, de forma que se compensen los efectos sobre la inversión entre las que son más solventes y las que se caracterizan por una situación financiera más frágil.

TOTAL SOCIEDADES NO FINANCIERAS	
BENEFICIOS	
Excedente bruto de explotación (EBE) =	VAB – Remuneración de asalariados
Renta bruta empresarial (RBE) =	EBE + Ingresos financieros (IF) – Intereses pagados
Renta bruta disponible (RBD) =	RBE + Dividendos y otras rentas netas recibidas + Otras transferencias corrientes netas recibidas – Impuestos sobre la renta y la riqueza
FINANCIACIÓN EXTERNA	
Financiación externa =	Crédito de instituciones financieras residentes + préstamos del resto del mundo + emisión de valores de renta fija
CARGA FINANCIERA	
Carga financiera (CF) =	Intereses pagados
EMPRESAS CENTRAL DE BALANCES (a)	
Indicador sintético de presión financiera =	Suma ponderada de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad (cambiada de signo)
Porcentaje de empresas con carga financiera elevada (b) =	Porcentaje de empresas cuya carga financiera es superior al percentil 90 de la distribución de esta variable (nivel calculado para el período 1985-2001)

FUENTE: Banco de España.

a. Calculados a partir de datos de la Central de Balances Anual (CBA) y Trimestral (CBT). Para un mayor detalle sobre su elaboración, véase Hernando y Martínez-Carrascal (2003).

b. En los indicadores calculados con datos de la Central de Balances, la carga financiera está definida como la ratio de pago de intereses más deuda a corto plazo sobre el EBE más IF.

A continuación, se realiza una primera aproximación a la valoración del papel de la posición financiera en las decisiones de gasto de inversión empresarial, basada en los datos macroeconómicos procedentes de las cuentas de las sociedades no financieras de la economía española. Para ello, se han considerado distintas medidas de los indicadores financieros principales —rentabilidad, endeudamiento y carga financiera—⁶ y su correlación con la inversión (véanse cuadros 1 y 2).

Respecto a la financiación interna, como se puede apreciar en el gráfico 3, hasta comienzos de esta década parecía existir una sincronía entre los movimientos de la inversión y los correspondientes a los beneficios, aunque a partir de entonces esa relación desaparece, lo que puede deberse a que otras variables (financieras y/o reales) están afectando a la inversión en mayor medida que la rentabilidad. De hecho, para el período 1985-2007 se ha estimado una correlación positiva y relativamente alta entre estos indicadores de rentabilidad y la inversión empresarial, aunque para un período más corto (1995-2007) la correlación disminuye bastante (véase cuadro 2).

En cuanto a la financiación externa, la dificultad para valorar el efecto del endeudamiento sobre la inversión queda reflejada en el cuadro 2, donde se observa que la correlación entre la financiación externa y la formación bruta de capital fijo es bastante baja, aunque se aprecia un impacto negativo de la ratio de endeudamiento sobre la inversión, que es más intenso si se considera solo el período más reciente⁷.

6. Según Hernando y Martínez-Carrascal (2003), estos indicadores son los más relevantes para caracterizar la posición financiera de las empresas. 7. La financiación externa incluye el crédito bancario y los valores de renta fija. Dado el escaso peso de estos últimos, los resultados son similares si se excluyen estos valores. Los resultados también se mantienen si se resta el crédito concedido a empresas constructoras y actividades inmobiliarias.

TOTAL SOCIEDADES NO FINANCIERAS	CORRELACIONES $\rho(\text{Indicador}_{t,j}; \text{inversión productiva privada}_t)$			
	I TR 1986 - IV TR 2007		I TR 1995 - IV TR 2007	
	ANUAL	TRIMESTRAL	ANUAL	TRIMESTRAL
BENEFICIOS (+)				
Excedente bruto de explotación (d)	0,66	0,65	0,28	0,03
$EBE_t / \text{stock de capital } t - 1$	0,43	0,34	0,22	0,10
Renta bruta empresarial (d)	0,39	0,58 (t - 3)	0,25	0,09
$RBE_t / \text{stock de capital } t - 1$	0,53	0,47	0,21	0,10
Renta bruta disponible $t / \text{stock de capital } t - 1$	0,32	0,34	0,29	0,19
FINANCIACIÓN EXTERNA				
Financiación / (EBE + IF) (-)	-0,12	-0,10	-0,17	-0,09
Financiación $t / \text{stock de capital } t - 1$ (-)	-0,09	-0,10 (t - 4)	-0,20	-0,11
CARGA FINANCIERA (-)				
$CF / (EBE + IF)$	-0,29	-0,34 (t - 2)	-0,10	-0,22 (t - 2)
EMPRESAS CENTRAL DE BALANCES (e)				
Indicador sintético de presión financiera (-)	-0,46	-0,28	-0,34	-0,17 (t - 3)
Porcentaje de empresas con CF elevada (-)	-0,60	-0,56	-0,21	0,15

FUENTE: Banco de España.

a. Para cada indicador, aparece entre paréntesis el signo esperado.

b. Las ratios están definidas a partir de variables nominales brutas y las tasas sobre variables reales, salvo que se especifique lo contrario. Las variables flujo están medidas por el valor acumulado de los cuatro últimos trimestres. Los saldos corresponden al último trimestre.

c. En frecuencia trimestral se proporciona el valor máximo alcanzado, que, en general, se refiere al contemporáneo; en caso contrario, se muestra entre paréntesis el desfase del indicador.

d. Tasas de variación reales.

e. A partir de datos de la CBA las correlaciones anuales, y de la CBT las trimestrales.

Por último, la carga financiera (definida como los intereses pagados en términos de la suma del excedente bruto y de los ingresos financieros), junto con el nivel de endeudamiento y la rentabilidad, proporciona información sobre el nivel de presión financiera al que están sometidas las empresas. Un mayor nivel de carga financiera puede tener un efecto negativo sobre la inversión, por dos vías: por una parte, en la medida en que deja libres menos recursos internos disponibles para invertir y, por otra, al ocasionar, muy probablemente, un encarecimiento del coste de la financiación externa. Esta relación negativa entre la carga financiera y la inversión parece bastante clara en el gráfico 3, a la vez que la correlación entre ambas variables arroja un signo negativo, como era de esperar, para toda la muestra considerada, aunque, para el período más corto, la correlación disminuye sensiblemente.

El análisis descriptivo presentado pone de manifiesto la dificultad de valorar de forma adecuada la influencia de los factores financieros en las decisiones de inversión para el conjunto de las empresas no financieras. No obstante, existe evidencia empírica en el caso español, obtenida a partir de información de la Central de Balances sobre empresas individuales, que confirma la existencia de una influencia significativa de la posición financiera de las empresas sobre sus decisiones de inversión, especialmente en el caso de las sociedades sometidas a un elevado grado de presión financiera [véase Hernando y Martínez-Carrascal (2003)]⁸. Se

8. Así, según estos estudios, las empresas con mayores ratios de carga financiera y endeudamiento y menor tasa de rentabilidad presentan tasas de inversión sustancialmente menores. Resultados similares se han encontrado para otros países del área del euro [Martínez-Carrascal y Ferrando (2008)].



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación real.

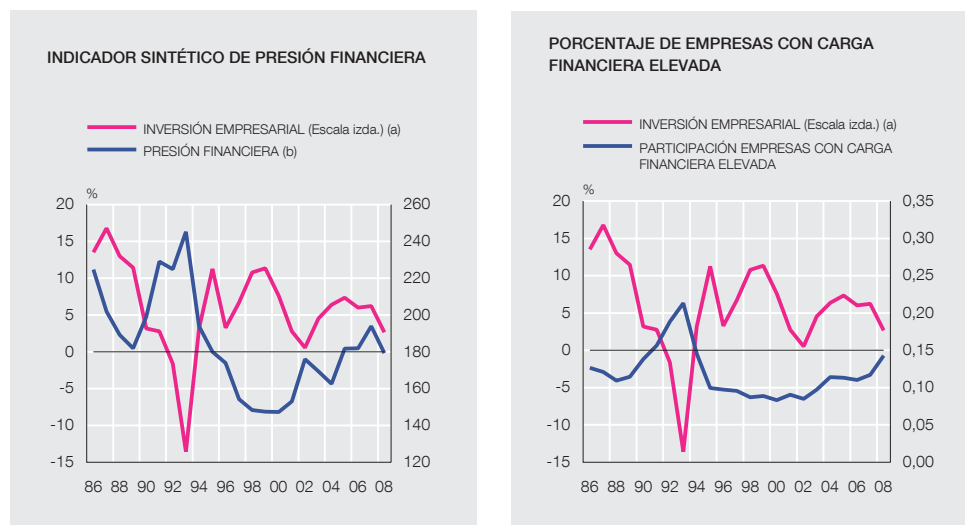
b. Variables nominales.

c. Renta empresarial = EBE + ingresos financieros – gastos financieros.

propone, asimismo, un indicador sintético de presión financiera (ISPF) que resume el impacto del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad sobre la inversión. Como se observa en el gráfico 4, existe una fuerte correlación negativa entre este indicador de presión y las decisiones de inversión, que se debilita a partir de 2005, período en el que la relación deja de ser negativa.

Dada la posible presencia de efectos no lineales, en línea con los resultados que se obtienen para el ISPF, un indicador relevante adicional para analizar la presión financiera podría ser el porcentaje de empresas con carga financiera elevada⁹, que son aquellas que con mayor probabilidad pueden estar limitadas en su acceso a la financiación externa. Esta variable muestra una correlación alta con la inversión empresarial, situándose en el período analizado como una de las más elevadas (véanse gráfico 4 y cuadro 2).

9. Se considera que una empresa presenta un nivel elevado de carga financiera cuando esta supera el valor observado para el percentil 90 en el promedio del período 1985-2001. Para más detalles sobre esta variable, véase cuadro 1.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación real.

b. Este indicador está normalizado, de modo que la mediana toma el valor 100 en 1990.

Una estimación de la demanda de inversión empresarial

La importancia relativa de los posibles determinantes de la inversión productiva privada discutidos en los apartados anteriores puede explorarse estimando una ecuación de inversión. En este contexto, la ecuación de la inversión productiva privada en el ámbito del MTBE constituye un marco analítico idóneo para valorar de forma más precisa, entre otras cosas, el efecto de la posición financiera sobre el gasto de las empresas.

Con este objetivo, se ha procedido a reestimar la ecuación de la inversión productiva privada del MTBE, que hasta ahora no incluía las variables de presión financiera descritas, ampliando el período de estimación y añadiendo como regresores otras variables que han surgido en la literatura reciente como posibles determinantes de la inversión productiva¹⁰.

En este sentido, en los últimos años se ha producido un fuerte cambio tecnológico que permite pensar que la función de producción puede ser algo distinta a la que se definió en el MTBE. Este proceso de innovación tecnológica ha propiciado un aumento de la tecnología incorporada específicamente al capital. Esta variable es muy difícil de medir, pero en la literatura se suele aproximar mediante el precio relativo de los bienes de inversión respecto al del total de productos sobre la base de que, en la medida en que los precios tengan en cuenta las mejoras de calidad, el deflactor de la inversión tenderá a crecer menos que el deflactor de otros productos y, por lo tanto, su evolución relativa permitirá aproximar esa mejora de calidad.

Por su parte, para estimar la dinámica de corto plazo de la ecuación de la inversión productiva privada se han realizado pruebas con las variables que miden la posición financiera de las

10. La reestimación de la ecuación de inversión productiva privada del MTBE ha seguido la misma metodología que se utilizó en la estimación del modelo completo. En un modelo macroeconómico clásico, como el MTBE, las decisiones de inversión de las empresas se obtienen a partir de las condiciones de optimización de las mismas. Como consecuencia, la teoría impone una serie de restricciones a la hora de estimar las relaciones de largo plazo. Estas condiciones hacen que los resultados de la reestimación del largo plazo no difieran demasiado de los existentes para la versión actual del MTBE, siendo la única diferencia destacable la inclusión de la variable de precios relativos, que aparece como significativa y que supone que el coeficiente de la productividad total de los factores (PTF) sea mayor que el existente hasta ahora. En un segundo paso se reestima la dinámica de corto plazo.

empresas, utilizando para ello una batería de especificaciones distintas de la ecuación, incluyendo, de forma separada, todas las variables que se han descrito en los apartados anteriores. En principio, y a tenor del análisis de correlaciones realizado previamente, las variables más relevantes deberían ser la carga financiera, la rentabilidad de las empresas y el indicador de presión financiera.

Por otra parte, en la nueva estimación se ha sustituido la variable de coste de uso de capital que se había venido utilizando hasta ahora, y que reflejaba, principalmente, el costes de los préstamos bancarios, por una medida amplia, que, como antes se ha señalado, incorpora los costes asociados a fuentes de financiación alternativas.

Por último, los desarrollos más recientes en modelos macroeconómicos del tipo del MTBE, tratan de incorporar un cierto comportamiento *forward looking* en las decisiones de los agentes, mediante la introducción de expectativas en el modelo, que pueden aproximarse de diversas formas. Una posible vía, relativamente sencilla, consiste en introducir variables que reflejen las opiniones de los agentes sobre la evolución esperada de determinados agregados. Desde el punto de vista de los determinantes de la inversión productiva, una variable adecuada podrían ser las expectativas de beneficios a largo plazo de las empresas, que son un factor fundamental a la hora de acometer nuevos proyectos de inversión.

Como es habitual cuando se estiman ecuaciones de inversión agregada, los resultados obtenidos tras la introducción de variables financieras no son muy satisfactorios, no pudiéndose aceptar, por lo general, su significatividad. Una causa posible de estos resultados es la elevada correlación de algunas de ellas con el ciclo económico o con el coste de financiación, lo que dificulta la estimación de un efecto diferencial sobre la inversión de este tipo de variables.

Los mejores resultados se obtienen cuando se incluyen como variables explicativas el porcentaje de empresas con carga financiera elevada y las expectativas de beneficios a largo plazo¹¹. La primera de estas variables trata de recoger la dificultad para obtener financiación por una parte de las empresas y se aproxima por la ratio de empresas cuya carga financiera es excesiva y, por tanto, pueden ver restringida su capacidad de financiación.

Como se puede apreciar en el cuadro 3, la nueva especificación muestra resultados satisfactorios, a pesar de que la elevada volatilidad de la serie de inversión se refleja en unos residuos que son algo elevados, aunque inferiores a los que se obtenían antes de incluir las nuevas variables. Entre los resultados hay que destacar una elasticidad de corto plazo respecto al producto algo superior a la unidad. Por su parte, el coeficiente del mecanismo de corrección del error es bajo, algo menor que el existente en la versión previa de la ecuación, lo que supone un ajuste muy lento del equilibrio a largo plazo. El coeficiente del crecimiento del coste de uso real es pequeño, aunque superior al del modelo anterior. Por último, las variables que se han incluido por primera vez en la ecuación tienen coeficientes significativos y con el signo correcto. En este sentido, cuando las empresas tienen una situación financiera que puede suponer una limitación a sus posibilidades de endeudamiento, invierten menos, mientras que, cuando mejoran sus expectativas de beneficios a largo plazo, aumentan su gasto en inversión.

En términos de aportaciones al crecimiento interanual de la inversión, destaca el significativo papel que desempeña la posición financiera de las empresas en los períodos en que esta

11. Este indicador se elabora a partir de información de I/B/E/S y recoge la opinión de analistas sobre el crecimiento a largo plazo de los beneficios de empresas cotizadas no financieras.

ESTIMACIÓN DEL CORTO PLAZO	ECUACIÓN REESTIMADA
	Coefficiente (T-ratio)
Coefficiente de convergencia al equilibrio de largo plazo (mecanismo de corrección del error)	-0.04 (1.81)
Crecimiento del valor añadido	1.19 (3.32)
Crecimiento del coste de uso real	-0.02 (1.01)
Porcentaje de empresas con carga financiera elevada	-0.38 (3.38)
Variación de las expectativas de beneficios	0.01 (2.28)
Período muestral	1986:1 - 2007:4
Desviación estándar de los residuos	2,46%

FUENTE: Banco de España.

experimenta fuertes cambios (véase gráfico 5). Así, según esta estimación, parte de la caída de la inversión en 1993 podría estar explicada por el aumento del porcentaje de empresas con presión financiera elevada, mientras que en el período 1995-2004 la inversión pudo verse favorecida por las condiciones financieras.

Conclusiones

A la hora de analizar las decisiones de inversión de las empresas, la aproximación más tradicional, basada en el modelo neoclásico, puede resultar insuficiente, de modo que el gasto empresarial se puede desviar respecto de sus determinantes básicos. Dentro de las posibles explicaciones, una de las que ha adquirido mayor relevancia en los últimos años es la ausencia en este tipo de modelos de variables de posición financiera de las empresas.

El análisis descriptivo de una batería de indicadores de posición financiera muestra la existencia de una cierta relación con la evolución de la inversión, que se debilita, no obstante, en el período más reciente. Este resultado podría explicarse por la no linealidad de los efectos de la presión financiera sobre la inversión productiva, lo que parece coherente con un entorno expansivo prolongado, como el que vivió la economía española hasta 2007. La reestimación de la inversión productiva privada en el marco del MTBE tampoco resulta excesivamente concluyente con respecto al papel que desempeñan los indicadores de presión financiera en las decisiones de inversión de las empresas, si bien arroja resultados más satisfactorios que los de la estimación previa, como consecuencia de la significatividad de variables como el porcentaje de empresas con una carga financiera superior a un determinado umbral y las expectativas de beneficios a largo plazo.

Pese a las mejoras introducidas, resulta difícil explicar el fuerte crecimiento de la inversión productiva en el período 2005-2007, en un contexto de aumento del coste de uso, así como de la presión financiera de las empresas. Varios factores pueden ayudar a explicar esa discrepancia. En primer lugar, este período se caracterizó por la recuperación de la industria y por el dinamismo de los servicios de mercado, que son las actividades que realiza la mayor parte de la inversión empresarial. Por otro lado, la confianza empresarial, tanto de la industria como



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de las ramas de servicios de mercado, mantuvo un tono favorable hasta el segundo semestre de 2007, al tiempo que la recuperación económica de la UEM suponía una mejora de las expectativas de la cartera de pedidos del exterior. Por último, el empeoramiento de los indicadores de posición financiera no estuvo acompañado por un deterioro similar en la percepción de los empresarios con respecto a la influencia de los factores financieros sobre sus decisiones de inversión¹².

No obstante, en el período más reciente, tanto la fuerte desaceleración de la demanda final que se observa en la economía española como el efecto negativo que han empezado a tener

12. Sobre la valoración de las empresas de la situación financiera, véase Banco de España (2008).

las condiciones financieras y el deterioro de las expectativas sobre la evolución futura de la actividad permiten avanzar menores crecimientos de la inversión productiva privada en los próximos trimestres, prolongando la trayectoria de desaceleración que se observa en los últimos trimestres.

15.12.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, F., y J. M. MARQUÉS (2006). «Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas, *Boletín Mensual*, abril.
- BANCO DE ESPAÑA (2008). «Informe trimestral de la economía española», recuadro 6, "Dificultades financieras y actividad empresarial. Un análisis basado en las encuestas de opinión", *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- BAUMANN, U., y S. PRICE (2007). «Understanding investment better: insights from recent research», *Quarterly Bulletin* 2007 Q2, Bank of England.
- MARTÍNEZ-CARRASCAL, C., y A. FERNANDO (2008). *The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area*, Documentos de Trabajo, n.º 0820, Banco de España.
- HERNANDO, I., y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2003). *The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data*, Documentos de Trabajo, n.º 0319, Banco de España.
- NIETO, F. (2004). «La evolución de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- ORTEGA, E., P. BURRIEL, J. L. FERNÁNDEZ, E. FERRAZ y S. HURTADO (2007). *Actualización del MTBE*, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.
- SÁNCHEZ CARRETERO, C., y P. SÁNCHEZ PASTOR (2008). «Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.

UNA ACTUALIZACIÓN DE LAS FUNCIONES DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española

Este artículo ha sido elaborado por Esther Gordo, Coral García y Jaime Martínez-Martín, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Durante las últimas décadas, los intercambios comerciales de España han registrado un impulso notable, alcanzando tasas de variación sistemáticamente superiores a las del producto. Esta expansión ha venido acompañada de una profunda transformación del patrón comercial, tanto en su composición geográfica como en la sectorial. Este cambio estuvo ligado, en un primer momento, a la integración en los mercados europeos y, más recientemente, al proceso de globalización mundial, con la incorporación a la escena internacional de grandes países exportadores, como China e India, y al desarrollo del comercio internacional de servicios. Por otro lado, la prolongada fase expansiva que la economía española registró desde mediados de los noventa ha situado el desequilibrio exterior en un nivel elevado, lo que subraya la importancia de analizar qué factores son los principales responsables de esa trayectoria.

Por todo ello, resulta conveniente revisar el instrumental analítico disponible para examinar las exportaciones e importaciones españolas en función de sus determinantes. El Banco de España dispone de un modelo macroeconómico global, denominado Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) [véanse Estrada et ál. (2004) y Ortega et ál. (2007)], en el que se modelizan y estiman ecuaciones de exportaciones e importaciones. No obstante, estas estimaciones se encuentran sujetas a determinadas restricciones, que tratan de garantizar la estabilidad del modelo cuando se hacen simulaciones a largo plazo. Por ello, para complementar las herramientas que se emplean en el análisis y en la predicción de las principales magnitudes del sector exterior, se ha estimado un *modelo satélite del sector exterior*, donde se eliminan esas restricciones inherentes a un modelo global y donde se examinan con detalle diversas variables que pueden afectar al desarrollo de los intercambios comerciales. En concreto, se estiman unas funciones de demanda de exportaciones e importaciones de bienes y servicios para la economía española, con los datos trimestrales de la Contabilidad Nacional para el período 1980-2006. En la estimación se distingue entre el comercio de bienes y el de servicios, ya que la heterogeneidad de ambos tipos de operaciones podría justificar la existencia de determinantes distintos. Además, en comparación con estimaciones previas, se ha considerado una muestra de países más amplia, en la que se han incluido los países asiáticos, cuya relevancia en el comercio internacional ha sido creciente. Esta muestra afecta tanto a la definición de los mercados de exportación de España como a la evolución de los precios relativos¹.

En los siguientes epígrafes se describen, en primer lugar, los determinantes de las exportaciones e importaciones que se emplean en este tipo de ecuaciones y, en segundo lugar, se presentan los resultados obtenidos en este trabajo. A continuación, se trata de explicar el pasado reciente de los flujos comerciales en función del comportamiento de sus determinantes y, finalmente, se presentan las conclusiones.

Un repaso de los factores que determinan el comportamiento de las exportaciones y de las importaciones

El marco analítico que habitualmente se utiliza para la estimación de ecuaciones de exportaciones e importaciones parte de una función de demanda donde los determinantes principales son la renta y los precios relativos. Así, la demanda de importaciones depende de la renta de los consumidores nacionales y de los precios de los bienes y servicios adquiridos en el exterior en relación con los de los producidos en el interior, sustitutivos de las importaciones.

1. En un documento ocasional de próxima publicación se recogerán con mayor detalle las especificaciones técnicas de este modelo satélite.

A su vez, las exportaciones reales dependen de la renta o demanda externa y de los precios de exportación en relación con los de los productos sustitutivos producidos por el resto del mundo.

Esta aproximación se sustenta en la teoría de la demanda, donde el agente importador, como cualquier otro consumidor, maximiza su función de utilidad sujeto a una restricción presupuestaria, bajo el supuesto crucial de que la elasticidad de la oferta es infinita. No obstante, cada vez es mayor la evidencia que respalda la influencia de los factores de oferta en la determinación de los flujos comerciales [Gagnon (2007)]. En consecuencia, aunque algunos trabajos estiman de manera simultánea las ecuaciones de oferta y demanda [Buisán, Caballero y Jiménez (2003)], la mayoría suele seguir empleando una ecuación de demanda ampliada con algún elemento relacionado con la oferta, ya sea mediante la introducción de medidas del *stock* de capital productivo en las funciones de exportación e importación o, con mayor frecuencia, de alguna medida de la utilización de la capacidad productiva.

La razón que justificaría la inclusión de esta segunda variable es que, cuanto mayor sea el grado de utilización de la capacidad productiva de un país, menores serán las posibilidades que tienen los productores interiores para afrontar incrementos adicionales de la demanda, de modo que, al menos a corto plazo, estos serán satisfechos mediante importaciones. En el caso de las exportaciones, el grado de utilización de la capacidad productiva nacional o de la presión de la demanda interna podría ejercer un impacto negativo sobre las ventas al exterior si los productores nacionales tuvieran cierta preferencia por el mercado interior, debido, por ejemplo, a la obtención de mayores niveles de beneficio en el ámbito nacional.

Por otra parte, cada vez son más frecuentes los trabajos que tratan de incorporar en las funciones de exportación e importación elementos de competitividad distintos de los precios relativos, tratando de aproximar, por ejemplo, la calidad de las exportaciones mediante el esfuerzo tecnológico (medido habitualmente a través del gasto en I+D sobre el PIB)². Esta aproximación tiene sustento teórico en la Nueva Teoría del Comercio Internacional que enfatiza la influencia que puede tener el desarrollo tecnológico en la determinación de los flujos comerciales.

Por último, otros trabajos consideran la inversión extranjera directa (IED) como un elemento clave en la estrategia de internacionalización de las empresas. No obstante, la relación entre los flujos de inversión y las exportaciones, por un lado, y las importaciones, por otro, no está exenta de cierta ambigüedad. En el caso de las importaciones, la afluencia de inversión extranjera puede ejercer un impacto negativo sobre las compras al exterior, si las empresas extranjeras tienen como objetivo primordial abastecer el mercado interior produciendo bienes que antes se importaban. Pero también puede incrementarlas si las empresas multinacionales instaladas en territorio nacional son más proclives a importar materias primas o bienes intermedios de sus países de origen o de la casa matriz. A este aumento también podrían contribuir el proceso de fragmentación de los procesos productivos y su localización en países con costes inferiores. En el caso de las exportaciones, la relación también es ambigua: por un lado, la inversión en el exterior puede constituir una vía de acceso directo a mercados que antes se abastecían mediante la exportación, lo que tendría un impacto negativo sobre esta. Pero también es posible que las empresas inviertan en mercados que ofrecen ventajas de costes o de localización, con el propósito de emplearlos como plataforma de exportación a

2. En otros casos se aproxima la calidad introduciendo una tendencia en las estimaciones [Murata et ál. (2000)].

terceros países. En este último caso, la inversión en el exterior y las exportaciones estarían relacionadas de manera positiva³.

Los resultados de las estimaciones

Aunque en el trabajo empírico se han planteado diversas alternativas para aproximar los determinantes comentados en el epígrafe anterior, en este apartado solo se presentan las ecuaciones que ofrecen resultados más satisfactorios en términos de ajuste residual. El período de estimación comienza en 1980 (excepto en el caso de las exportaciones de bienes, que se inicia en el primer trimestre de 1990)⁴ y finaliza en 2006. La estimación se lleva a cabo mediante la especificación de un modelo dinámico de mecanismo de corrección de error, que se estima en una única etapa.

LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

Comenzando con las exportaciones de bienes (EXB), los determinantes de largo plazo considerados son el crecimiento de los mercados de exportación (MEXB), que se construye como una media ponderada de los crecimientos de las importaciones de bienes y servicios de los países de destino de las exportaciones españolas, donde cada país recibe una ponderación en función de su participación en las exportaciones españolas, y los precios relativos de exportación (PRXB), que reflejan los precios de las exportaciones españolas frente a los precios de exportación de bienes de los competidores, expresados en una moneda común⁵. La elasticidad-renta a largo plazo estimada es de 1,1, y la elasticidad-precio se sitúa en -1,3 (véase ecuación [1]).

$$\begin{aligned} \Delta EXB = & 2,00 + 0,82 \Delta MEXB - 0,45 \Delta PRXB - 0,17 \left(EXB_{-1} - 1,08 MEXB_{-1} + 1,31 PRXB_{-1} \right) \\ & (2,47) \quad (2,83) \quad (-2,82) \quad (-2,33) \quad (12,40) \quad (-3,48) \\ & + 0,08 D934 - 0,09 D9712 - 0,07 D9812 \\ & (2,61) \quad (-4,42) \quad (-3,42) \\ & - 0,00 S1 - 0,03 S2 - 0,15 S3 \\ & (-0,02) \quad (-2,74) \quad (-11,85) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,880, \quad \text{Desv. típica} = 0,028, \quad \text{Durbin-Watson} = 2,34 \quad [1]$$

Estos resultados contrastan con los obtenidos en otros trabajos que, en general, obtienen una elasticidad-renta de las exportaciones más elevada, en torno a 1,6 o 1,8, mientras que la elasticidad-precio tiende a ser más reducida, entre -0,4 y -1⁶ (véase cuadro 1).

La estimación de elasticidades-renta que superan la unidad es algo común en la literatura nacional e internacional⁷. En el caso concreto de España, puede relacionarse con el proceso de apertura al exterior en que se ha visto inmersa en las dos últimas décadas y con la progresiva reorientación de su patrón de especialización comercial hacia sectores de contenido tecnológico medio y alto, que, en general, presentan mayor elasticidad-renta. No obstante, el

3. La evidencia empírica disponible tiende a refrendar la existencia de una relación de complementariedad entre los flujos de comercio y la IED. En el caso de la economía española, véanse Alguacil y Orts (2003) y Bajo y Montero (1999), entre otros. 4. Las pruebas realizadas empleando el total de la muestra no permitían alcanzar resultados satisfactorios en lo que se refiere al signo de los parámetros estimados y a su significatividad. 5. En este indicador, las ponderaciones se calculan según el sistema de doble ponderación, donde el peso de cada país se halla no solo en función de su importancia como demandante de exportaciones españolas, sino también como competidor en terceros mercados. 6. En Escribano (1999) se ofrece una revisión de las funciones de exportación e importación estimadas hasta entonces para la economía española. 7. Por ejemplo, Hooper, Johnson y Márquez (2000) estiman funciones de exportación e importación para los países del G 7, obteniendo elasticidades-renta para las exportaciones que varían entre 0,8 para Estados Unidos y 1,6 para Italia. Para los precios relativos obtienen valores que oscilan entre -0,2 y -1,5.

BIENES	EXPORTACIONES		IMPORTACIONES	
	Demanda	Competitividad - precio	Demanda	Competitividad - precio
Resultados para España				
Buisán y Gordo (1994)	1,8	-1,6	2,2	-1,1
Mauleón y Sastre (1994) (b)	2,6	-1,0	0,7	-0,4
Doménech y Taguas (1996) (b)	1,6	-0,8	1 (a)	-0,4
García y Gordo (1998)	1,6	-0,8	2,7	-0,9
Murata et ál. (2000)	1 (a)	-1,4	-	-
Buisán y Jiménez (2003)	1,4	-1,3	-	-
Ortega et ál. (2007)	1 (a)	-0,6	1 (a)	-0,3
REFORMULACIÓN ACTUAL (2008)	1,1	-1,3	2,2	-0,6
Resultados en los principales países de la UE [Hooper et ál. (2000)]				
Alemania	1,4	-0,3	1,5	-0,1
Francia	1,5	-0,2	1,6	-0,4
Italia	1,6	-0,9	1,4	-0,4
Reino Unido	1,1	-1,6	2,2	-0,6
Resultados para España				
SERVICIOS				
REFORMULACIÓN ACTUAL (2008)	2,7	-1,0	1,7	-0,7

FUENTE: Banco de España, a partir de diversos trabajos.

a. Coeficiente restringido.

b. En este caso, las elasticidades corresponden al total de exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

valor más reducido de la elasticidad-renta en esta estimación puede obedecer a que en los últimos años del período muestral ha tenido lugar una notable ampliación de la oferta internacional asociada a la aparición de nuevos competidores, con gran potencial exportador, que ha provocado una reducción generalizada de las cuotas de exportación de los países desarrollados.

Con respecto a la variable de competitividad-precio y, en concreto, al aumento de su elasticidad en esta estimación, es preciso destacar que la incorporación a los mercados mundiales de los países emergentes asiáticos y de los nuevos miembros de la UE ha provocado un aumento significativo de las presiones competitivas, limitando la ventaja en los niveles de costes y precios que tradicionalmente mostraba la economía española frente a los países desarrollados. Algunos estudios que permiten una comparación internacional de las elasticidades estimadas revelan que España es todavía una de las economías desarrolladas que presenta una mayor elasticidad de las exportaciones a las variaciones de los precios relativos, hecho que podría estar asociado a la importancia que todavía tienen algunas industrias intensivas en mano de obra, más sensibles a las variaciones de precios, en la estructura de las exportaciones españolas [véase Buisán, Caballero y Jiménez (2003)]. Por otro lado, en Obstfeld (2002) se argumenta que la globalización y el aumento del *outsourcing* podrían haber incrementado la capacidad de las empresas y de los consumidores para reaccionar ante cambios en los precios relativos. Con todo, este resultado debe tomarse con cautela, ya que hay algunos trabajos recientes que lo contradicen, como las estimaciones llevadas a cabo por Ortega et ál. (2007) en el marco del MTBE, que sugieren que la sensibilidad de las exportaciones a las variaciones de los precios relativos podría haber disminuido en los años recientes, en consonancia con la mayor relevancia de los factores relacionados con la calidad y la diferenciación del producto en las estrategias de comercialización de las empresas.

En el corto plazo⁸, las variaciones de la demanda externa afectan de manera contemporánea a las exportaciones totales de bienes con una elasticidad de 0,8 (véase ecuación [1]). Los cambios en la competitividad-precio también influyen contemporáneamente en las exportaciones, con una elasticidad menor, de -0,4.

Por otra parte, las estimaciones realizadas no aportan evidencia sobre la existencia de una relación negativa entre la utilización de la capacidad productiva y las exportaciones, lo que, en principio, permite rechazar la idea de que el comportamiento de las exportaciones podría estar condicionado por el grado de dinamismo de la demanda interna. En este sentido, los elevados costes de entrada que tienen que afrontar las empresas para posicionarse en un nuevo mercado pueden inducir a no abandonarlo, aun cuando la evolución del mercado interno sea más dinámica durante un período de tiempo. Tampoco resultaron significativas las variables de inversión extranjera directa y el gasto en I+D en porcentaje del PIB.

Por lo que respecta a las exportaciones de servicios (EXS), la ecuación que proporciona el mejor ajuste incluye, tanto en la relación de largo plazo como en la de corto, la renta mundial (MEXS), construida como una media ponderada de los crecimientos del PIB real de los principales países de destino de las exportaciones de servicios españolas, ponderados por su peso en las exportaciones españolas de servicios, y un indicador de competitividad-precio (PRXS)⁹, como se detalla a continuación:

$$\begin{aligned} \Delta EXS = & 1,17 + 0,26 \Delta MEXS_{-1} - 0,21 \Delta PRXS - 0,11 EXS_{-1} - 2,72 MEXS_{-1} + 0,96 PRXS_{-1} \\ & (1,96) \quad (0,44) \quad (-2,50) \quad (-2,56) \quad (10,14) \quad (-4,11) \\ & + 0,25 S1 + 0,58 S2 + 0,52 S3 + 0,04 S48095 \\ & (14,48) \quad (21,56) \quad (29,54) \quad (3,67) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,991, \quad \text{Desv. típica} = 0,024, \quad \text{Durbin-Watson} = 1,93$$

[2]

La ecuación [2] sugiere que los determinantes de las exportaciones de servicios son también los del comercio de mercancías, aunque el valor de las elasticidades difiere sensiblemente. Así, el valor de la elasticidad a largo plazo respecto a la renta exterior es muy alto, de 2,7. Este resultado se justifica, en primer lugar, por el elevado peso que tienen los ingresos por turismo dentro de las exportaciones de servicios (próximo al 50%), actividad para la que tradicionalmente se estiman elasticidades-renta muy elevadas. El resto de las exportaciones de servicios también presenta una alta sensibilidad respecto a la renta mundial, dado el notable proceso de liberalización que estas actividades han registrado en los últimos años, y en especial las relacionadas con algunos servicios que anteriormente se consideraban no comercializables. De hecho, algunos trabajos recientes constatan el aumento de cuota en los mercados internacionales que están registrando estas actividades [véase Visitin et ál. (2008)]. Por su parte, la sensibilidad a los precios relativos, de -0,96, resulta algo superior a la

8. Ha sido preciso incluir, además, ciertas variables artificiales que mejoraban notablemente el ajuste de las ecuaciones y que, en general, se relacionan con momentos del tiempo en que se han producido movimientos bruscos del tipo de cambio, así como con acontecimientos concretos. También se han incorporado *dummies* estacionales para corregir la fuerte estacionalidad que presentan estas series. 9. La variable de competitividad recoge la relación entre los precios de exportación de servicios españoles (aproximados por el deflactor de exportaciones de servicios) y los precios de nuestros competidores, calculados como una media geométrica ponderada de sus deflatores de exportación de bienes y servicios, donde las ponderaciones son la participación de cada país en las exportaciones mundiales de servicios. Posteriormente, se han convertido en euros a través de un tipo de cambio efectivo nominal construido con esas mismas ponderaciones.

obtenida para otros países, aunque la evidencia disponible en este ámbito es muy escasa¹⁰. De nuevo, la elevada participación del turismo en los servicios españoles podría justificar este resultado, dada la alta sensibilidad de esta rúbrica a las variaciones de los precios relativos.

En el corto plazo, las exportaciones de servicios dependen de las variaciones de la renta exterior retardadas un período, con una elasticidad de 0,3, al tiempo que los cambios en los precios relativos influyen contemporáneamente en las exportaciones, con una elasticidad de -0,2. En ambos casos, estas elasticidades son muy inferiores a las estimadas para las exportaciones de bienes. También en este caso se desestima la inclusión de variables relacionadas con la inversión exterior directa o la utilización de la capacidad productiva, ya que, o bien no resultaban significativas, o bien, aun siéndolo, su incorporación empeoraba el ajuste de la ecuación.

LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

De acuerdo con la función de importaciones seleccionada (véase ecuación [3]), las variables que determinan a largo plazo las importaciones de bienes (IMB) son la demanda final de la economía española (DF), con una elasticidad ligeramente superior a 2, y los precios relativos de las importaciones (PRMB), con una elasticidad de -0,6¹¹.

$$\begin{aligned} \Delta \text{IMB} = & -6,10 + 1,82 \Delta \text{DF} + 0,65 \Delta \text{DF}_{-2} - 0,44 \Delta \text{PRMB} - 0,44 \left(\text{IMB}_{-1} - 2,18 \text{DF}_{-1} + 0,55 \text{PRMB}_{-1} \right) \\ & (-5,40) \quad (10,00) \quad (3,82) \quad (-4,49) \quad (-6,24) \quad (44,24) \quad (-8,82) \\ & - 0,13 \text{D861} - 0,07 \text{D9034} + 0,07 \text{D972} - 0,004 \text{T0106} \\ & (-4,71) \quad (-3,58) \quad (2,69) \quad (-4,14) \\ & + 0,17 \text{S1} + 0,06 \text{S2} + 0,12 \text{S3} \\ & (6,40) \quad (7,73) \quad (4,73) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,914, \quad \text{Desv. típica} = 0,026, \quad \text{Durbin-Watson} = 1,97 \quad [3]$$

En el corto plazo, las variaciones contemporáneas y retrasadas dos trimestres de la demanda final influyen en las importaciones con elasticidades de 1,8 y 0,6, respectivamente. Del mismo modo, los cambios contemporáneos en la variable de competitividad influyen en las importaciones, con una elasticidad de -0,4.

Por otra parte, se ha incorporado una tendencia que comienza en el primer trimestre de 2001 y se prolonga hasta el final del período analizado. El signo negativo de esta tendencia podría estar recogiendo la fuerte contribución que ha tenido la inversión en construcción —de bajo contenido en *inputs* importados— al crecimiento de la demanda final durante todo ese período. Finalmente, se rechaza la inclusión de variables relacionadas con la inversión directa procedente del exterior, porque, aunque resulta significativa, su inclusión empeoraba el ajuste de la ecuación. Lo mismo sucede con la variable que refleja la presión de la demanda interna.

En el caso de las importaciones reales de servicios (IMS) (véase ecuación [4]), lo más reseñable de las estimaciones llevadas a cabo es la menor sensibilidad a largo plazo tanto a la demanda

10. Márquez (2005) estima ecuaciones de exportaciones e importaciones de servicios para Estados Unidos. En el caso de España, destaca Barcenilla (2005). 11. Para aproximar la variable de demanda en la función de importaciones se emplea la demanda final en términos reales de la Contabilidad Nacional. Por otro lado, la competitividad se calcula como el precio de las importaciones de bienes (aproximado por su IVU) en relación con los precios de la producción industrial interior.

(DF) como a la competitividad-precio (PRMS)¹², en comparación con las exportaciones de servicios y en consonancia con lo observado para otros países desarrollados¹³. En el corto plazo, la única variable que resulta significativa es la demanda, retrasada un período y con una elasticidad de 0,33.

$$\Delta \text{IMS} = \underset{(-3,02)}{-2,01} + \underset{(4,89)}{0,33} \Delta \text{DF}_{-1} - \underset{(-4,12)}{0,18} \left[\text{IMS}_{-1} - \underset{(13,25)}{1,66} \text{DF}_{-1} + \underset{(-2,62)}{0,73} \text{PRMS}_{-1} \right] \\ - \underset{(-3,75)}{0,06} \text{D9141} + \underset{(3,08)}{0,05} \text{D9312} - \underset{(-7,54)}{0,11} \text{D9712} + \underset{(2,58)}{0,002} \text{T9397}$$

$$R^2 = 0,756, \quad \text{Desv. típica} = 0,021, \quad \text{Durbin-Watson} = 2,30 \quad [4]$$

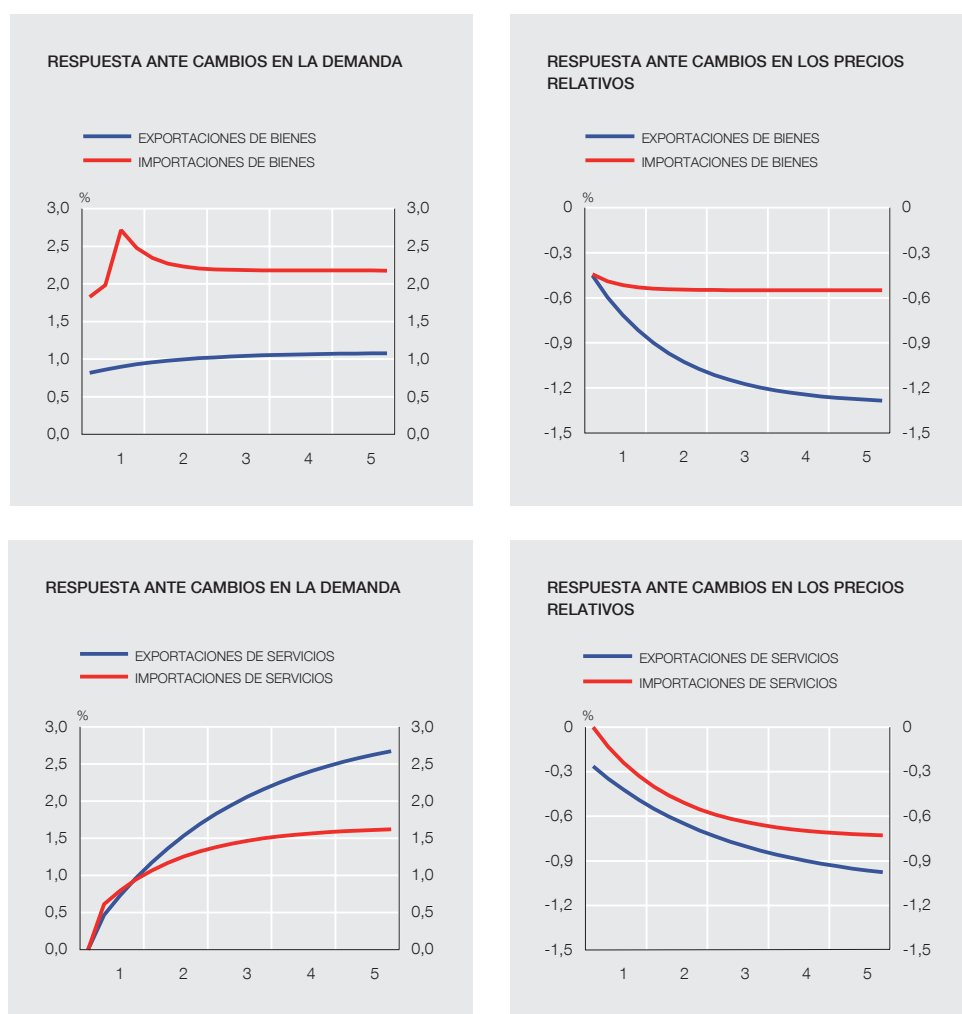
Los estadísticos que se obtienen para cada una de las cuatro ecuaciones analizadas sugieren un buen ajuste de las variables modelizadas. Cabe destacar la estabilidad de los parámetros estimados a lo largo del período considerado, especialmente si se tiene en cuenta que el período muestral comprende el ingreso de España en la UE y la puesta en marcha de la UEM. Los tests de estabilidad de los parámetros realizados para distintos períodos muestrales en todas las ecuaciones no permiten aceptar la existencia de un cambio estructural. Finalmente, debe destacarse que la significatividad del coeficiente del mecanismo de corrección de error apoya la existencia de una relación de largo plazo entre las variables consideradas en cada caso.

La evolución de exportaciones e importaciones en función de sus determinantes

Las ecuaciones estimadas y presentadas en la sección anterior permiten analizar la dinámica de los flujos comerciales ante cambios en sus principales determinantes. Como se puede apreciar en el gráfico 1, la respuesta de las exportaciones de bienes ante cambios en la demanda exterior es elevada y rápida. Pero todavía mucho más alta e inmediata es la respuesta de las importaciones ante variaciones de la demanda final, con cierta sobre-reacción a corto plazo. Así, en el caso de la respuesta de las exportaciones de bienes ante variaciones del comercio mundial, en el primer trimestre se alcanza el 80% del efecto total, en el cuarto la respuesta acumulada representaría un 89% y, una vez transcurridos dos años, se alcanzaría el 95% del efecto total. La respuesta de las importaciones ante cambios en la demanda final alcanzaría un 91% del efecto total en el primer trimestre y al cabo de dos períodos se situaría en el 124%, para disminuir después hasta situarse en el 100% transcurridos dos años y medio.

En el caso de los precios relativos, la reacción inicial de las exportaciones de bienes es algo más lenta que la de las importaciones (46% del efecto final) y sus efectos se distribuyen durante más tiempo: al cabo de un año se alcanza el 70% del efecto total, y al cabo de dos, el 87%. No es hasta el cuarto año cuando se alcanza el 99% del efecto final. La respuesta de las importaciones, por su parte, se sitúa en el 89% un período después del *shock*, y una vez transcurridos cuatro trimestres la respuesta acumulada asciende al 97% del efecto total¹⁴.

¹². En este caso, la variable de demanda es también la demanda final agregada, mientras que la competitividad se mide mediante el cociente entre los deflatores de las importaciones de servicios y el deflactor del PIB. ¹³. También en este caso fue necesario incorporar una tendencia que comienza en 1993 y se trunca en 1997, con objeto de mejorar el ajuste de la ecuación en esos años, cuando las importaciones de servicios registraron ritmos muy elevados de crecimiento. ¹⁴. En comparación con trabajos anteriores [véase García y Gordo (1998)], estos resultados apuntan a una respuesta inicial más rápida de las exportaciones y de las importaciones ante las variaciones de la demanda externa e interna, respectivamente, aunque el número de períodos que transcurren para alcanzar el efecto total es similar al estimado anteriormente. Con respecto a las variaciones en la variable de competitividad, el impacto inicial sobre las exportaciones es mucho menor en las estimaciones actuales, al tiempo que sus efectos se prolongan durante más tiempo. En cambio, en el caso de las importaciones la traslación de los cambios en la variable de precios relativos es menor en el momento inicial, si bien la respuesta final se alcanza con mayor rapidez.



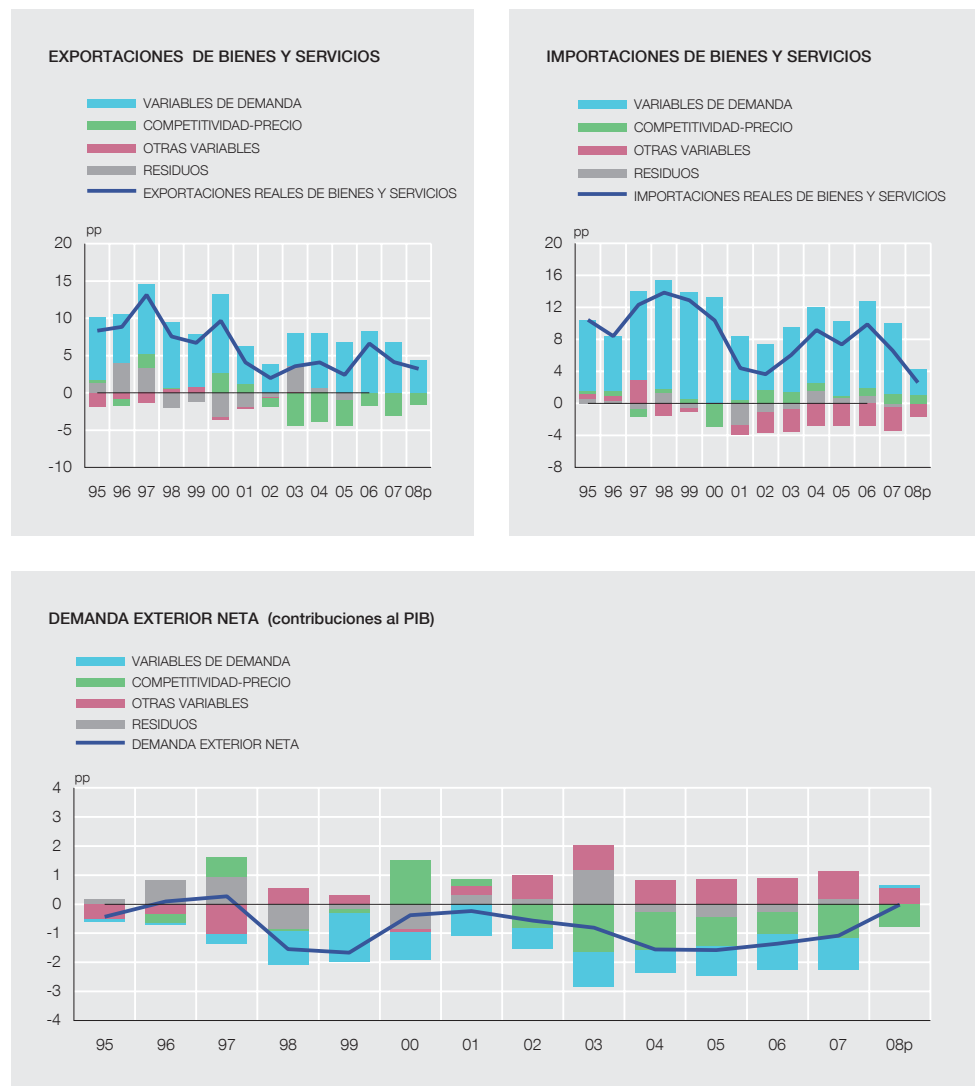
FUENTE: Banco de España.

Por su parte, la reacción del comercio exterior de servicios ante los cambios en la demanda (especialmente, en el caso de las exportaciones) y en los precios relativos es lenta. Las respuestas de los flujos de servicios ante cambios en las variables de demanda no superan el 40% al cabo de un período, mientras que el impacto de las variaciones de la competitividad-precio en el primer trimestre no alcanza el 20% del efecto total.

Es interesante analizar también cómo han contribuido los factores determinantes a la evolución de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios de acuerdo con las ecuaciones estimadas (véase gráfico 2). Centrándonos en las exportaciones, se aprecia que su evolución ha estado estrechamente ligada a la de los mercados externos, si bien, a partir de 2003, el impulso de estos últimos se vio contrarrestado por la contribución negativa de las pérdidas de competitividad-precio acumuladas en esos años. En cuanto a las importaciones, su evolución a lo largo del período analizado ha venido determinada, al igual que en caso de las exportaciones, por la variable de demanda. No obstante, desde el año 2001 su crecimiento no se ha trasladado con la misma intensidad que en el pasado a las importaciones, probablemente por el papel tan relevante que ha tenido la construcción en la evolución de la demanda final durante todos esos años. En contraposición, a partir de 2003 las compras al resto del mundo se vieron impulsadas por el abaratamiento de los productos exteriores, en un contexto

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES (a)

GRÁFICO 2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación logarítmicas

de apreciación del euro y de notable ampliación de la oferta mundial de productos comerciales procedente de las economías de bajos costes y precios.

En conjunto, los resultados correspondientes a la presente década señalan que el elevado crecimiento de la demanda interna y el deterioro de la competitividad-precio contribuyeron de un modo equivalente a explicar la contribución negativa que ha tenido la demanda exterior neta al crecimiento del producto hasta 2007. En todo caso, el impacto de la demanda interna se vio atenuado por las características del patrón de crecimiento basado en los componentes de la demanda menos intensivos en importaciones.

Finalmente, la evolución de exportaciones e importaciones en el período transcurrido de 2008 se explica de manera razonable con las estimaciones presentadas en este trabajo. Pese a la debilidad de la demanda internacional, la atonía de la demanda final supondrá que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en España registre una notable mejora en 2008.

Conclusiones

Las funciones de exportaciones e importaciones de bienes y de servicios que se estiman y se presentan en este artículo confirman que la evolución de estas variables puede explicarse de una manera razonable a través de los determinantes tradicionales de renta (nacional e internacional) y de competitividad-precio. Los intentos realizados para incorporar otras variables que aproximen la calidad de la oferta (mediante el gasto en I + D en porcentaje del PIB) o la influencia de los flujos de inversión extranjera directa no ofrecen resultados satisfactorios. Sin embargo, esto no debe llevar a concluir que los factores de competitividad distintos de los precios relativos no influyen sobre los flujos comerciales, ya que sus efectos, junto con el de otros muchos elementos, pueden estar siendo recogidos indirectamente en las elasticidades estimadas, que muestran valores absolutos elevados.

La elasticidad-renta de largo plazo estimada para la demanda de las exportaciones se aproxima a la unidad, algo por debajo de los resultados de otros trabajos. Este resultado podría estar relacionado con la ampliación de la oferta mundial que ha supuesto la aparición de nuevos competidores de Asia y Europa en los últimos años y que ha tenido como manifestación más evidente un retroceso generalizado de la cuota de exportación de las economías desarrolladas. Por su parte, la elasticidad-precio es superior a la unidad, lo que revela que las variaciones en la competitividad-precio siguen teniendo una influencia significativa en el comportamiento de las exportaciones, a pesar del paulatino desplazamiento que han registrado hacia segmentos de mayor calidad y contenido tecnológico. Esto subraya la importancia de mantener un crecimiento de costes y precios por debajo del de nuestros competidores, con el fin de ampliar el acceso de los productos españoles a los mercados internacionales.

En el caso de las importaciones de bienes, los resultados confirman su elevada sensibilidad, en el largo plazo, a los cambios en la demanda final, que, como han puesto de manifiesto numerosos trabajos, acaba provocando que las presiones del gasto se filtren con rapidez hacia la oferta internacional. En cambio, la elasticidad-precio es relativamente reducida, dada la elevada participación de productos intermedios y bienes de equipo necesarios para la producción dentro de las importaciones españolas.

Por último, el comercio internacional de servicios parece responder a los mismos determinantes que el comercio de mercancías, esto es, la renta y los precios relativos. Destaca especialmente la alta sensibilidad de las exportaciones de servicios a los cambios en la demanda externa. La importancia del turismo en este agregado y el desarrollo que están cobrando otros servicios, que se está reflejando en un aumento de su cuota en los mercados internacionales, contribuyen a explicar este resultado.

15.12.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- ALGUACIL, M. T., y V. ORTS (2003). «Inward foreign direct investment and imports in Spain», *International Economic Journal*, vol. 17, n.º 3, pp. 19-38.
- BAJO, O., y M. MONTERO (1999). «The effects of foreign direct investment on trade flows: some evidence for Spain: 1977-1992», *Economic and Financial Modelling*, invierno, pp. 177-196.
- BARCENILLA, S. (2005). «Exportaciones de servicios: Evidencia empírica para los países de la Unión Europea», *Información Comercial Española*, n.º 824, pp. 39-48.
- BUISÁN, A., J. C. CABALLERO y N. JIMÉNEZ (2003). «Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- DOMÉNECH, R., y D. TAGUAS (1996). *Funciones de exportación e importación de bienes y servicios del MOISEES: una actualización*, mimeo, Dirección General de Planificación.
- ESCRIBANO, A. (1999). «Predicción y análisis de funciones de exportación e importación en España», *Investigaciones Económicas*, vol. 23 (1), pp. 55-94.
- ESTRADA, Á., J. L. FERNÁNDEZ, E. MORAL y A. V. REGIL (2004). *A quarterly macroeconomic model of the Spanish Economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0413, Banco de España.
- GAGNON, J. (2007). «Productive capacity, product varieties and the elasticities approach to the trade balance», *Review of International Economics*, 15 (4), pp. 639-659.

- GARCÍA, C., y E. GORDO (1998). *Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española*, Documentos de Trabajo, n.º 9822, Banco de España.
- HOOPER, P., K. JOHNSON y J. MÁRQUEZ (2000). «Trade elasticities for G-7 countries», *Princeton Studies in International Economics*, n.º 87.
- MÁRQUEZ, J. (2005). *Estimating elasticities for U.S. trade in services*, International Finance Discussion Paper n.º 836, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- MAULEÓN, I. y L. SASTRE (1994). «El saldo comercial en 1993: un análisis econométrico», *Información Comercial Española*, 735, pp. 167-172.
- MURATA, K., D. TURNER, D. RAE y L. LE FOULER (2000). *Modelling Manufacturing Export Volumes Equations: A System Estimation Approach*, OECD Economic Department Working Papers, n.º 235.
- OBSTFELD, M. (2002). *Exchange Rates and Adjustment: Perspectives from the New Open Economy Macroeconomics*, Center for International and Development Economics Research Working Paper n.º 124.
- ORTEGA, E., P. BURRIEL, J. L. FERNÁNDEZ, E. FERRAZ y S. HURTADO (2007). *Actualización del Modelo Trimestral del Banco de España*, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.
- VISINTIN, S., G. DI MEGLIO, L. RUBALCABA y J. R. CUADRADO (2008). «Competitividad y comercio internacional de servicios en España», *Papeles de Economía Española*, 116.

EVOLUCIÓN DE LA BRECHA CRÉDITO-DEPÓSITOS Y DE SU FINANCIACIÓN DURANTE
LA DÉCADA ACTUAL

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes Egusquiza, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

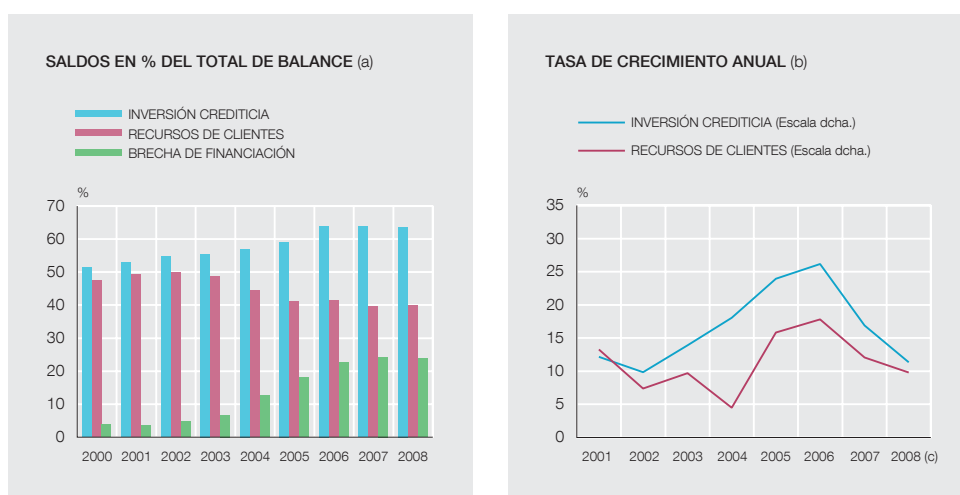
En los últimos años, diversos factores han influido sobre la diferencia observada entre la inversión crediticia de las entidades de crédito y los recursos que obtienen mediante depósitos. Unos han favorecido el fuerte crecimiento de la financiación otorgada —como el intenso dinamismo de la actividad económica, el notable empuje del sector inmobiliario y el reducido coste de los préstamos—, a la vez que otros han limitado la expansión de los fondos aportados por la clientela —como el aumento de la competencia de otros productos financieros alternativos y el descenso del ahorro nacional—. Las instituciones financieras españolas venían cubriendo esa brecha principalmente mediante la emisión de valores de renta fija en los mercados internacionales, aprovechando las condiciones creadas por la integración de España en la UEM. Una situación que, sin embargo, se ha visto alterada recientemente por las graves tensiones financieras internacionales del último año y medio.

En este artículo se describe el comportamiento reciente de la brecha entre el crédito y los depósitos y de su financiación, y se discuten algunas implicaciones de estos desarrollos tanto para los intermediarios financieros como para la economía española. Además de esta introducción, el artículo consta de tres apartados. En el siguiente se abordan los factores que han propiciado esta evolución, en el tercero se sintetizan los cambios que se han producido en la estructura de los pasivos de las entidades y en el cuarto se resumen las principales conclusiones.

La evolución de la brecha de financiación

Como puede apreciarse en el gráfico 1 —que recoge la evolución de la inversión crediticia y de los recursos obtenidos mediante depósitos de clientes¹ para el conjunto de las entidades de crédito según los datos registrados en sus balances individuales—, durante gran parte de la década actual la financiación otorgada por estos intermediarios mostró un enorme dinamismo, siendo la tasa de crecimiento promedio anual del 18%, y llegando a superar el 20% en 2005 y 2006. Esta extraordinaria expansión vino impulsada, por el lado de la demanda, por el aumento en las expectativas de renta futura y de rentabilidad de los activos, asociadas en parte a la pertenencia de España a la UEM, en un contexto de condiciones de financiación muy ventajosas. Por el lado de la oferta, la mayor facilidad de acceso a los mercados internacionales, favorecida —entre otros factores— por la introducción del euro, permitió a las entidades satisfacer las solicitudes de préstamos de su clientela en unos términos favorables, por lo que, a los reducidos tipos de interés, se unió el mantenimiento de unos criterios holgados de concesión de créditos². Como resultado de estos desarrollos, la inversión crediticia pasó de representar el 51% del balance en 2000 a suponer el 64% en el segundo trimestre de 2008.

1. Incluye los depósitos del sector público, de otros sectores residentes y de no residentes, excluyendo las operaciones de cesión temporal de activos y los fondos obtenidos en las titulizaciones que tienen reflejo en el pasivo de las entidades, que en los estados financieros individuales se contabilizan como un depósito. Las emisiones de bonos de titulización no las realizan directamente las entidades de crédito, sino los fondos de titulización que adquieren los créditos y otros activos como contrapartida de esos instrumentos. Por este motivo, los recursos obtenidos por las entidades por esta vía no figuran en el pasivo de las entidades como valores emitidos, sino que aparecen dentro de la rúbrica de depósitos siempre que los créditos no se den de baja del balance (lo que, desde la entrada en vigor de la Circular 4/2004, se produce cuando no se transfieren a terceros los riesgos de forma sustancial) y que la operación suponga la captación de fondos, circunstancia esta última que no ocurre en el caso de las titulizaciones retenidas por las originadoras de la operación. 2. Para más detalles sobre los factores que estimularon el crédito durante este período, pueden consultarse Marqués, Nieto y del Río (2005) y Nieto (2007).



FUENTE: Banco de España.

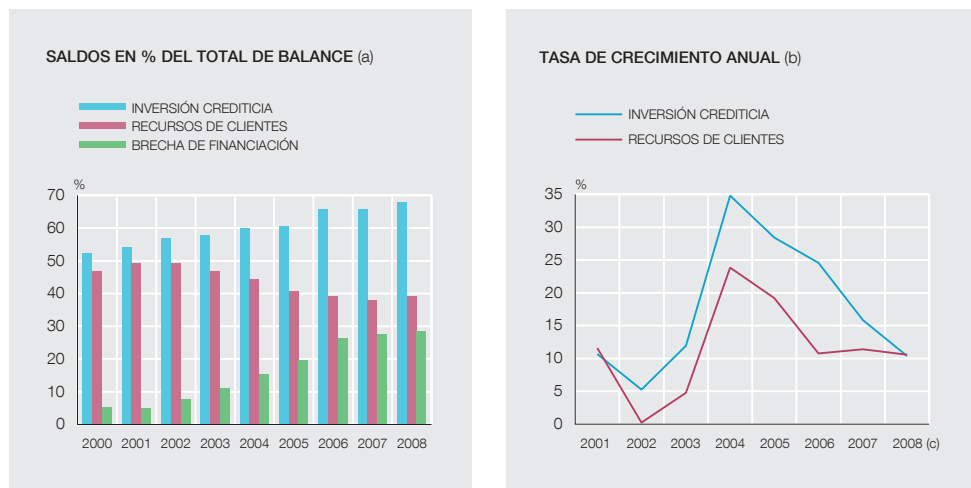
- a. Para los años 2000-2003 se han utilizado los datos de balance que resultan de aplicar la CBE 4/1991; para el resto del período, los calculados según los criterios de la CBE 4/2004.
- b. En el período 2001-2004 se han calculado las tasas de crecimiento con los saldos que resultan de aplicar la CBE 4/1991, mientras que desde 2004 a junio de 2008 se han utilizado los datos obtenidos según la CBE 4/2004. De este modo se corrige el efecto de las rupturas en las series sobre las tasas de crecimiento.
- c. Datos a junio.

Por su parte, los depósitos, aunque registraron unas tasas de crecimiento apreciables —del 12% de media en el período considerado—, siempre mostraron un ritmo de avance inferior al registrado por la inversión crediticia (excepto en 2001) y también por el balance total, por lo que su peso sobre este último se redujo desde el 48% en 2000 al 40% en el segundo trimestre de 2008. A este desarrollo, además de la caída registrada en el ahorro financiero neto del sector privado no financiero de la economía nacional, han podido contribuir otros factores, como la competencia procedente de otros productos alternativos, algunos de los cuales gozaron de un mejor tratamiento fiscal durante la mayor parte de esta etapa³.

Como resultado de estos desarrollos, la diferencia entre el crédito y los depósitos de la clientela, concepto que en adelante se denominará «brecha de financiación», registró un significativo aumento, pasando de representar alrededor del 4% del balance en el año 2000 a situarse en el entorno del 25% en 2007.

En los últimos trimestres se ha producido un cambio significativo en estas tendencias. Así, la revisión a la baja de las expectativas de renta futuras y de revalorización de los activos, asociadas al cambio en la posición cíclica de la economía, junto con el encarecimiento del coste de la financiación, han provocado una reducción de la demanda de financiación, frenando, por tanto, la expansión de la inversión crediticia. Por su parte, de acuerdo con los resultados de las últimas ediciones de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), la oferta de crédito también se habría reducido, principalmente como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas —que ha propiciado un incremento en los niveles de riesgo— y también, aunque

3. La última reforma del IRPF (Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio), que entró en vigor en 2007, eliminó una gran parte de las diferencias en la fiscalidad de los distintos instrumentos de inversión.



FUENTE: Banco de España.

- a. Para los años 2000-2003 se han utilizado los datos de balance que resultan de aplicar la CBE 4/1991; para el resto del período, los calculados según los criterios de la CBE 4/2004.
- b. En el período 2001-2004 se han calculado las tasas de crecimiento con los saldos que resultan de aplicar la CBE 4/1991, mientras que desde 2004 a junio de 2008 se han utilizado los datos obtenidos según la CBE 4/2004. De este modo se corrige el efecto de las rupturas en las series sobre las tasas de crecimiento.
- c. Datos a junio.

en menor medida, por las mayores dificultades para la obtención de fondos en los mercados internacionales, a raíz de las tensiones financieras que se iniciaron durante el verano de 2007⁴.

De este modo, durante los últimos meses la brecha de financiación ha tendido a estabilizarse. Así, analizando los flujos recientes, se observa que la ratio entre el incremento de los pasivos distintos de los depósitos de clientes y la variación del crédito es cada vez menor (24% en el primer semestre de 2008, frente al 49% en el mismo período de 2007).

Desde el punto de vista de las implicaciones de estos desarrollos para las entidades de crédito, es seguramente más relevante analizar la brecha de financiación a partir de los estados consolidados, pues estos recogen la actividad conjunta de los grupos, incluyendo las filiales residentes y no residentes. Este nivel de agregación permite, además, aproximar mejor cómo se financia dicha brecha, en la medida en que, por ejemplo, algunos intermediarios utilizan filiales para la emisión de valores cuyos fondos revierten a la matriz, en lugar de hacerlo esta directamente. Por este motivo, el resto del artículo se centra principalmente en dicha información.

En el gráfico 2 se presenta la evolución de la inversión crediticia, de los depósitos de la clientela y de la diferencia entre ambas variables, que se obtienen a partir de la información de los estados consolidados de las entidades de crédito. Se observan pautas similares a las comentadas anteriormente para los datos individuales, aunque en este caso la ampliación de la brecha ha sido ligeramente mayor, elevándose desde el 5% hasta el 28% en esa misma etapa.

4. Véase Martínez Pagés (2008).

EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO. BALANCES CONSOLIDADOS (a)

CUADRO 1

	DIC 2000		DIC 2001		DIC 2002		DIC 2003		DIC 2004		DIC 2005		DIC 2006		JUN 2007		JUN 2008	
Estructura de financiación (b)	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Acreedores (c)	590	62,0	658	64,1	660	63,4	691	59,5	868	56,8	1.035	52,0	1.146	49,4	1.211	48,6	1.336	49,0
Neto repos sector privado	80	8,4	98	9,5	96	9,3	87	7,5	101	6,6	71	3,6	80	3,5	74	3,0	83	3,1
Neto ECA	67	7,0	52	5,1	44	4,3	72	6,2	52	3,4	158	7,9	143	6,1	139	5,6	151	5,5
Bancos centrales (d)	-5	-0,6	-19	-1,9	-4	-0,4	5	0,5	13	0,9	22	1,1	7	0,3	-6	-0,3	21	0,8
Valores emitidos	102	10,8	103	10,0	106	10,2	149	12,8	250	16,4	387	19,4	555	23,9	643	25,8	668	24,5
Titulizaciones no registradas en valores (e)	0	0	5	0,4	8	0,8	21	1,8	50	3,3	93	4,6	129	5,6	155	6,2	177	6,5
Pasivos subordinados	22	2,4	30	2,9	30	2,9	33	2,8	58	3,8	64	3,2	73	3,1	78	3,1	85	3,1
Recursos propios	95	10,0	101	9,8	100	9,6	105	9,0	133	8,7	162	8,1	187	8,0	196	7,9	207	7,6
TOTAL	951	100,0	1.027	100,0	1.041	100,0	1.162	100,0	1.497	100,0	1.932	100,0	2.223	100,0	2.371	100,0	2.619	100,0
PRO MEMORIA:																		
Total emisión de títulos de renta fija (f)	125	13,1	137	13,4	145	13,9	202	17,4	358	24,0	543	28,1	757	34,1	875	36,9	930	35,5

FUENTE: Banco de España.

a. Para los años 2000-2003 se han utilizado los datos que resultan de aplicar la CBE4/1991; para el resto del período, los calculados según los criterios de la CBE 4/2004.

b. El porcentaje es sobre el total de la financiación.

c. Se excluyen la cuenta de «Participaciones emitidas» y las titulizaciones de cédulas multicedentes.

d. Saldo neto; no incluye los saldos en caja.

e. Incluye las titulizaciones de activos no consolidadas y las de cédulas, que en los balances figuran contabilizadas como acreedores. Este último dato se obtiene de los datos de mercado ofrecidos por las estadísticas de los mercados financieros, ya que no puede obtenerse de los balances consolidados. No incluye las titulizaciones retenidas, salvo las que tienen como respaldo cédulas multicedentes.

f. Incluye todos los títulos emitidos recogidos en el balance consolidado más las titulizaciones no registradas en valores.

Cambios en la estructura de la financiación de las entidades de crédito

EVOLUCIÓN HASTA JUNIO DE 2007

La intensa expansión crediticia ha superado el crecimiento de los recursos captados de la clientela y ha generado cambios relevantes en la estructura de la financiación de las entidades de crédito. Con el fin de aproximar estas variaciones, el cuadro 1 presenta la evolución de la composición del pasivo del sistema bancario, considerando los principales instrumentos utilizados. Se observa la disminución del peso relativo de los depósitos y las operaciones de repos con la clientela, que experimentó en conjunto un retroceso de casi 19 puntos porcentuales (pp) entre el año 2000 y el segundo trimestre de 2007. Este descenso se vio aproximadamente compensado por el incremento en el tamaño relativo de los importes asociados a la emisión de valores de renta fija, incluyendo las titulizaciones que en los balances consolidados no están registradas como valores⁵ y la deuda subordinada, que se elevó alrededor de 24 pp en el período analizado. El resto de partidas experimentaron movimientos menores. Así, los porcentajes correspondientes a los préstamos interbancarios netos y a los recursos propios disminuyeron en 1,4 pp y 2,1 pp, respectivamente, mientras que la financiación neta procedente de los bancos centrales⁶ aumentó en 0,3 pp. Para evaluar las posibles consecuencias de esta pérdida de peso de las fuentes más tradicionales —como los depósitos y las operaciones repo—, cuyos recursos proceden directamente de la clientela, en favor de otras basadas en la colocación de títulos en los mercados financieros, es importante conocer con mayor

5. En el cuadro 1 se incluyen, dentro de este epígrafe, aquellas titulizaciones que figuran en las cuentas patrimoniales de los balances de las entidades pero que no se hayan consolidado y las titulizaciones de cédulas. Por tanto, se excluyen aquellas en las que los créditos se han dado de baja del balance y las titulizaciones de activos retenidas por las entidades. Sin embargo, sí se incluyen las titulizaciones retenidas cuyo respaldo son cédulas multicedentes. 6. Se excluyen los saldos mantenidos en caja.

	DIC 2004		JUN 2007		JUN 2008	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
EMISIONES DE ENTIDADES MATRICES	180.170	55,2	412.278	51,7	442.688	49,8
Pagarés	43.200	13,2	83.667	10,5	104.803	11,8
Bonos y obligaciones	52.864	16,2	131.379	16,5	128.087	14,4
Cédulas hipotecarias	56.084	17,2	152.938	19,2	164.061	18,5
Cédulas territoriales	7.720	2,4	15.495	1,9	17.239	1,9
Obligaciones subordinadas y preferentes	20.302	6,2	28.799	3,6	28.498	3,2
EMISIONES DE FILIALES	76.999	23,6	167.719	21,0	202.224	22,8
A corto plazo	2.407	0,7	5.301	0,7	39.973	4,5
A largo plazo	74.592	22,9	162.418	20,4	162.251	18,3
TITULIZACIONES (b)	69.181	21,2	217.235	27,2	243.292	27,4
Total	326.350	100,0	797.232	100,0	888.204	100,0

FUENTES: Banco de España y AIAF.

a. Saldos en millones de euros y estructura en % del total.

b. Solamente se consideran las titulizaciones que tienen reflejo en el pasivo de los balances individuales. En concreto, las titulizaciones de activo mantenidas íntegramente en el balance, excepto las retenidas, y todas las titulizaciones de cédulas.

detalle la composición por instrumentos de estas emisiones, su estructura de plazos y la distribución en función de los agentes tenedores.

En el cuadro 2 se recoge un desglose por instrumentos de los valores de renta fija emitidos por las entidades de crédito y sus filiales y por los fondos de titulización, para los que se dispone de información detallada a partir de los mercados de valores⁷. Analizando los cambios registrados entre diciembre de 2004 y junio de 2007, se aprecia, en primer lugar, cómo los bonos de titulización se convirtieron en el principal vehículo de captación de fondos en los mercados, habiendo aumentado su saldo vivo total en 148 mm de euros, hasta aproximarse a los 217 mm de euros, considerando solamente aquellas que tienen reflejo en el pasivo de las entidades. Por otra parte, es destacable que el grueso de las emisiones correspondía a activos con vencimiento a medio y largo plazo, que incluyen, además de los bonos de titulización, los bonos y obligaciones simples, las cédulas hipotecarias y territoriales, y las obligaciones subordinadas y preferentes. Así, a mediados de 2007 el peso de estos productos, en términos del saldo vivo, superaba el 88%. Además, como se observa en el cuadro 3, la vida media residual de la mayoría de estos instrumentos era relativamente elevada⁸.

Por último, en el cuadro 4 se recoge la distribución por tenedores de los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras residentes, que incluyen, además de las entidades de crédito, el resto de empresas financieras, comprendiendo el ICO, las entidades de seguros y los fondos de titulización⁹. Como puede apreciarse, entre diciembre de 2000 y junio de 2007 los títulos en poder del resto del mundo pasaron de representar un 30% del saldo total al 73%, como resultado de que casi el 77% de los flujos netos en dicho período (aproximadamente, 634 mm de euros) fue adquirido por no residentes. Esta información ilustra cómo la

7. En junio de 2007 estos importes equivalían a más del 90% de la financiación directa e indirecta (a través de titulizaciones) procedente de la emisión de títulos de renta fija. El resto de los fondos son, principalmente, emisiones realizadas por filiales en el exterior, de las que no se dispone de información detallada por instrumentos. 8. El plazo medio residual de los bonos de titulización se calcula de acuerdo con la fecha final de vencimiento. No tiene en cuenta, por tanto, las amortizaciones parciales que se producen a lo largo de la vida de estos instrumentos, lo que tiende a sesgar al alza el dato de plazo medio. 9. Las emisiones que se atribuyen a entidades de crédito, incluyendo las emisiones de titulización y las de sus filiales residentes, suponen casi un 95% del total.

Datos a 30.6.2008	JUN 2007		JUN 2008	
	Saldo vivo (millones de euros)	Duración media (años)	Saldo vivo (millones de euros)	Duración media (años)
TÍTULOS CON VENCIMIENTO				
Bonos de titulización	298.341	23,4	394.343	24,5
Cédulas hipotecarias	152.938	7,8	164.061	6,8
Bonos, obligaciones y cédulas territoriales	146.874	3,2	145.326	2,7
Preferentes y valores Ley 19/2003	103.880	3,5	112.847	3,3
Obligaciones subordinadas	24.987	7,6	24.622	6,9
TÍTULOS SIN VENCIMIENTO DETERMINADO				
Preferentes y valores Ley 19/2003	19.087		21.276	
Obligaciones subordinadas	3.811		3.875	
Total	749.918		866.350	

FUENTES: Banco de España y AIAF.

a. No se incluyen las emisiones a corto plazo, ni las de filiales a largo plazo sobre las que no se tiene información sobre su fecha de vencimiento.

financiación en los mercados de deuda fue uno de los principales canales por los que la economía española captó los recursos del exterior que necesitaba.

DESARROLLOS RECIENTES

El episodio de turbulencias iniciado en el verano de 2007 alteró el normal funcionamiento de algunos de los mercados internacionales a los que las entidades españolas habían acudido con asiduidad en el pasado, hasta el punto de que algunos de ellos llegaron a paralizarse por completo, como ha ocurrido en el caso de las titulizaciones. No obstante, el hecho de que la estructura de la deuda de los intermediarios españoles estuviese orientada a los plazos largos y de que la desaceleración de la inversión crediticia se hubiese iniciado algunos meses antes otorgaba, a las entidades españolas un considerable margen para ajustarse a la nueva situación.

En este contexto, los intermediarios españoles optaron por variar sus estrategias de financiación, empleando para ello diversas vías. En primer lugar, desplegaron un mayor esfuerzo en la captación de depósitos, utilizando el potencial que ofrecen sus amplias redes de distribución, lo que se ha reflejado en un ligero incremento del peso de los recursos de clientes (véase cuadro 1). Por otra parte, incrementaron el recurso a emisiones a plazos más cortos, que se vieron menos afectadas por las turbulencias. Así, como se aprecia en el cuadro 2, los títulos a corto plazo pasaron de representar el 11% del saldo total de valores emitidos en junio de 2007 al 16% un año más tarde, como consecuencia de que el 61% del incremento del saldo de títulos en dicho período correspondió a colocaciones de pagarés. Adicionalmente, se registró una mayor apelación a la financiación obtenida del Eurosistema, que, como se puede apreciar en el cuadro 1, aumentó, en términos netos, entre mediados de 2007 y junio de 2008 su peso en el total de la financiación de los balances consolidados en 1,1 pp. No obstante, cabe reseñar que este volumen de fondos apenas suponía en esta última fecha, en términos brutos, un 1,2% en el conjunto del balance, situándose en línea con el peso relativo de España en la UEM medido por la relación entre el nivel de requerimientos de reservas de los bancos españoles y el correspondiente al conjunto del área. Asimismo, como se puede apreciar en el cuadro 5, que recoge la variación trimestral de los saldos de títulos emitidos, las entidades españolas han aprovechado algunos períodos de mayor estabilidad para lanzar emisiones a plazos algo más largos. Así, por ejemplo, en el segundo trimestre de 2008, antes del recrude-

En millones de euros	DIC 2000		JUN 2007		JUN 2008	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
TOTAL	73.465	100,0	898.569	100,0	1.034.592	100,0
Sociedades no financieras	4.937	6,7	15.268	1,7	16.261	1,6
Instituciones financieras	33.492	45,6	201.475	22,4	344.177	33,3
Administraciones Públicas	335	0,5	726	0,1	868	0,1
Hogares	12.367	16,8	25.110	2,8	33.496	3,2
Resto del mundo	22.334	30,4	655.990	73,0	639.788	61,8

FUENTE: Banco de España.

cimiento de las turbulencias en septiembre, el volumen de emisiones netas¹⁰ a largo plazo (excluyendo las titulizaciones) se elevó hasta los 19 mm de euros, compensando así parcialmente la reducción registrada en los meses precedentes.

En el mercado de titulizaciones continuaron registrándose emisiones por unos importes elevados, pero los valores fueron en parte retenidos por las entidades originadoras, con el fin de incrementar el volumen de garantías disponibles para aumentar sus posibilidades de obtener liquidez en el futuro.

Comentarios finales

Como se ha visto en los apartados anteriores, durante la última fase expansiva de la economía española el dinamismo del crédito ha excedido al crecimiento de los depósitos. Las entidades de crédito venían cubriendo esta brecha de financiación acudiendo a fuentes alternativas, especialmente la emisión de valores de renta fija en los mercados a plazos relativamente largos, lo que ha limitado los riesgos de refinanciación.

El episodio de turbulencias iniciado en el verano de 2007 ha ido ganando intensidad y se ha transformado en una crisis financiera global que ha incidido significativamente en un gran número de mercados e instituciones. Las entidades españolas partían de una situación de elevada solidez patrimonial y no estaban expuestas a los efectos negativos asociados al impacto directo de las turbulencias —ya que no mantenían exposiciones a los productos tóxicos ni compromisos con vehículos estructurados que invertían en dichos activos—, pero se han visto afectadas por la paralización de los mercados internacionales en los que se financiaban. La favorable estructura de vencimientos de su deuda (centrada en plazos largos), que limitaba el volumen de refinanciaciones, y la ralentización de la actividad crediticia, que ha propiciado una desaceleración de la brecha de financiación, han otorgado a las entidades un margen para ajustarse a la nueva situación. En su adaptación han desarrollado estrategias alternativas, como la captación de depósitos, las emisiones a plazos más cortos y ocasionalmente, aprovechando ventanas de oportunidad, también a horizontes más dilatados, aunque soportando diferenciales de tipos de interés más elevados.

Estos esfuerzos de adaptación han permitido a las entidades españolas hacer frente a sus necesidades de financiación durante el último año sin que se hayan producido tensiones importantes. No obstante, subsisten elevadas incertidumbres sobre el acceso a las fuentes de

¹⁰. Las emisiones netas se aproximan como variaciones del saldo vivo en términos nominales. Este procedimiento está sujeto a errores en la medida en que parte de las modificaciones en el saldo vivo se debe a variaciones en los tipos de cambio, en el caso de los valores denominados en moneda extranjera. No obstante, el error no debería ser muy importante si se tiene en cuenta que el peso de las emisiones en monedas distintas del euro es bastante reducido (en junio de 2008, menos del 10% del saldo vivo, incluyendo las realizadas por las matrices, las filiales y los fondos de titulización).

En millones de euros	PROMEDIO 2004 - 2006	2007				2008	
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
EMISIONES DE ENTIDADES MATRICES	21.907	27.021	29.835	22.611	-3.765	-11.628	23.192
Pagarés	3.335	8.250	5.539	19.461	381	-6.370	7.664
Bonos y obligaciones	7.282	9.274	10.982	3.937	-6.480	-5.301	4.552
Cédulas hipotecarias	9.614	7.593	12.352	-2.549	2.060	490	11.122
Cédulas territoriales	566	1.450	1.800	1.805	384	-447	2
Obligaciones subordinadas y preferentes	1.110	454	-838	-43	-110	0	-148
EMISIONES DE FILIALES	8.321	17.410	6.741	5.039	9.191	10.712	9.563
A corto plazo	249	1.084	-181	7.059	3.409	20.600	3.604
A largo plazo	8.072	16.326	6.922	-2.020	5.782	-9.888	5.959
EMISIONES DE TITULIZACIÓN	15.523	28.470	27.666	7.101	43.736	15.544	27.247

FUENTES: Banco de España y AIAF.

a. Variación trimestral del saldo vivo, en términos nominales. Para el período 2004-2006 se ha calculado el promedio de dicha variación trimestral.

financiación necesarias. Por una parte, el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre ha intensificado aún más las dificultades para la emisión de valores. Pero, por otra parte, las medidas excepcionales de apoyo al sistema financiero adoptadas por las autoridades económicas de los principales países desarrollados, ante la gravedad de la crisis, han abierto nuevas vías y oportunidades. En España, estas medidas se han concretado en la elevación del umbral de las garantías de depósitos hasta 100.000 euros, la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros, que realiza compras en firme y temporales de títulos de alta calidad en poder de estos intermediarios con una aportación inicial de 30 mm de euros, ampliable hasta 50 mm, y la concesión de avales públicos para garantizar las emisiones nuevas de deuda por un importe de 100 mm de euros. Se trata de un conjunto de actuaciones que contribuirán a facilitar la obtención de recursos y a atenuar los riesgos presentes.

11.12.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- MARQUÉS, J. M., F. NIETO y A. DEL RÍO (2005). «Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2008). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- NIETO, F. (2007). *The determinants of household credit in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0716, Banco de España.

EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS
ACERCA DE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EN ESPAÑA Y EN LA UEM

El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM

Este artículo ha sido elaborado por Maristela Mulino, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

La realización de encuestas a las entidades sobre la evolución percibida de la demanda y de la oferta de financiación y sobre los factores explicativos que subyacen a dicho comportamiento constituye un elemento relevante para el seguimiento de los mercados de crédito. En esta línea, la Reserva Federal inició en 1967 una experiencia pionera, conocida como *Senior Loan Officer Opinion Survey*. El conocimiento acumulado a lo largo de cuatro décadas ha puesto de manifiesto la utilidad de esta herramienta, al aportar información complementaria a la extraída de otras fuentes estadísticas². Asimismo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra pusieron en marcha, con el mismo objetivo, iniciativas similares en 2000 y 2007, respectivamente³.

En el año 2003, el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales del Euro-sistema abordaron una tarea similar en este ámbito con la realización de la *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* (EPB)⁴. Al igual que las antes citadas, esta se realiza con periodicidad trimestral para una muestra representativa de entidades y tiene como objetivo el conocimiento de la evolución de las condiciones de oferta y de demanda en los mercados crediticios, en este caso en el área del euro. En su todavía corta historia, la EPB ha servido de base para realizar un seguimiento del mercado de crédito, que se refleja periódicamente en informes de carácter coyuntural⁵. Tras seis años de experiencia, las series obtenidas a partir de las respuestas a la EPB, aun siendo todavía cortas, permiten acometer un análisis más detallado sobre el contenido informativo de la Encuesta.

En concreto, el objetivo de este artículo es analizar el contenido informativo de la EPB acerca de la financiación bancaria a hogares y sociedades, tanto para España como para el conjunto de la UEM. Además de esta introducción, el artículo consta de tres apartados. En el siguiente se detallan las principales características de la Encuesta y las variables que de ella se extraen, y se describe la evolución reciente del crédito y de las respuestas de la EPB. En el tercero se presentan los resultados del análisis de la relación entre las respuestas de los bancos al cuestionario y el comportamiento de los fondos otorgados por estas entidades a empresas y familias, y, por último, en el cuarto se resumen las principales conclusiones.

La información de la EPB

La EPB elaborada por el Eurosistema se realiza trimestralmente con la colaboración de un conjunto de entidades de crédito del área del euro, que en la actualidad son 111, de las cuales diez son españolas. Desde la primera edición de la Encuesta, en enero de 2003, se ha mantenido sin cambios un conjunto de 18 preguntas estables, aunque se contempla la posibilidad de incluir algunas cuestiones ad hoc sobre algún aspecto coyuntural⁶. El cuestionario regular recaba información sobre la evolución de la oferta y de la demanda (tanto la observada en el último trimestre como la prevista para el siguiente) de los nuevos préstamos a empresas

1. Este trabajo está basado, en parte, en un trabajo conjunto realizado con Eduardo Pérez Asenjo y Miguel Tiana, durante su estancia en el Servicio de Estudios. 2. Véanse, por ejemplo, Federal Reserve Board (2002), Lown et ál. (2000), Lown y Morgan (2004) y Cunningham (2006). 3. Véanse Banco de Japón (2000), para más información sobre la *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks* del Banco de Japón, y Driver (2007), para una descripción de la *Credit Conditions Survey* del Banco de Inglaterra. 4. Véase Martínez Pagés y Maza (2003) para una descripción más detallada de la Encuesta. 5. Véanse, por ejemplo, Martínez Pagés (2008), para el caso español, y BCE (2008), para el de la UEM. 6. De hecho, en la edición de octubre de 2007 se incluyó una serie de preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros iniciadas en el verano de dicho año y, de momento, se han mantenido estas cuestiones en las ediciones posteriores.

y a hogares, distinguiendo en este último caso entre los destinados a adquisición de vivienda y los concedidos para consumo y otros fines. Además, se interpela a las entidades por los factores explicativos de los cambios experimentados, así como por las alteraciones en los criterios de concesión aplicados (márgenes, garantías, plazos...). Todas las cuestiones tienen un carácter cualitativo y cinco posibles respuestas, que cubren el espectro que abarca desde una variación considerable en un sentido hasta un cambio de igual intensidad, pero de signo contrario⁷.

Existen diversas formas de resumir la información procedente de este tipo de encuestas. Una aproximación sencilla —utilizada, por ejemplo, por la Reserva Federal— se basa en la elaboración de un indicador, conocido habitualmente como «porcentaje neto», que se calcula como la diferencia porcentual entre las contestaciones que señalan movimientos expansivos y contractivos. Una opción alternativa consiste en la construcción de un indicador de los llamados «de difusión», que permite distinguir entre las entidades que indican un *considerable* endurecimiento (o relajación) de la oferta o la demanda, y las que apuntan un *cierto* endurecimiento (o relajación). En este artículo se opta por una variante de esta medida, introducida por el Banco de Japón⁸ y empleada regularmente por el Banco de España, que asigna un peso relativo de 1 a las primeras y de 0,5 a las segundas. Por tanto, para cada pregunta del cuestionario, el indicador se calcula del siguiente modo:

$$\text{Indicador} = (\% \text{ de entidades que señalan incremento/relajación considerable} \times 1 + \% \text{ de entidades que señalan cierto aumento/relajación} \times 1/2) - (\% \text{ de entidades que señalan una cierta reducción/endurecimiento} \times 1/2 + \% \text{ de entidades que señalan una reducción/endurecimiento considerable} \times 1).$$

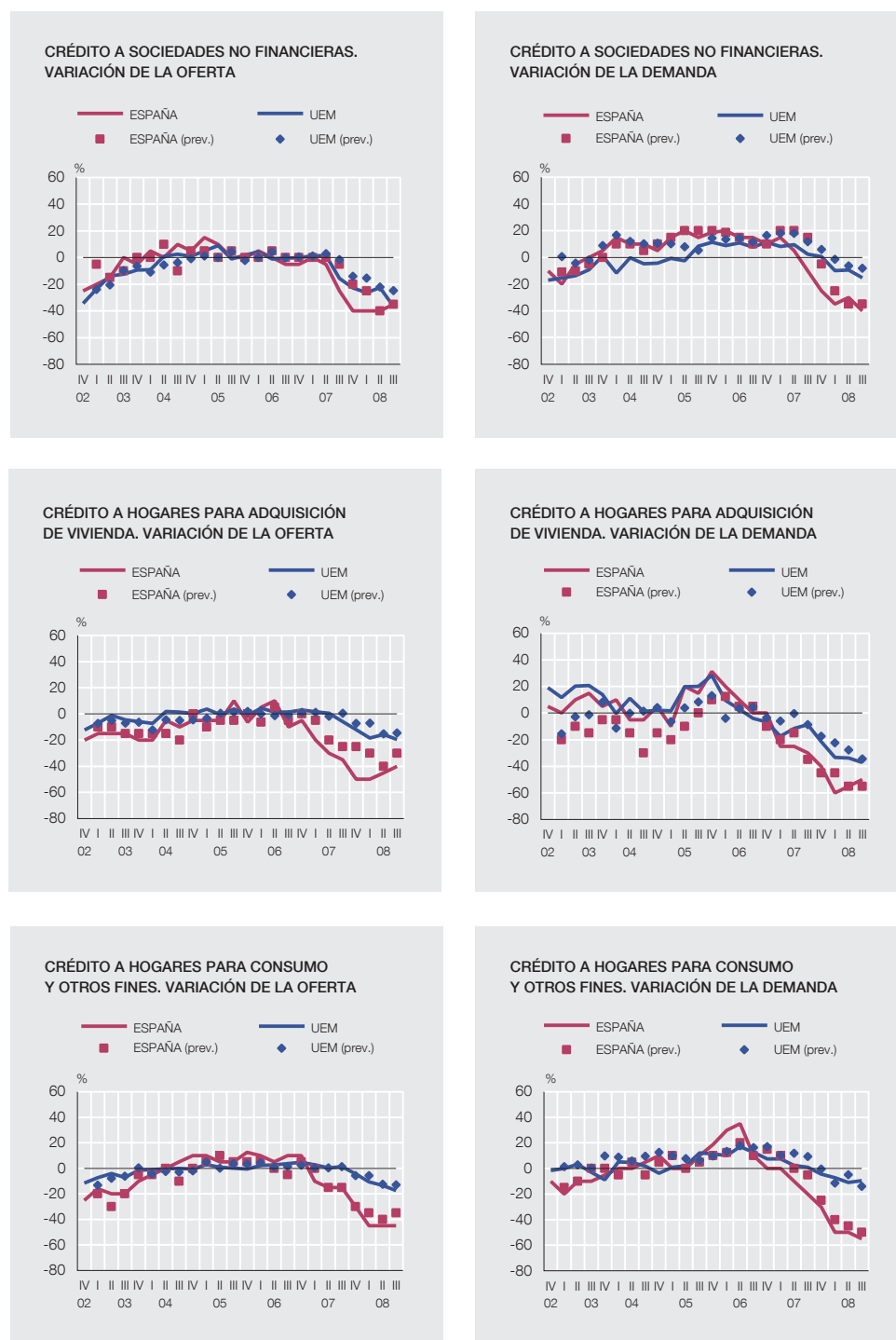
En consecuencia, este indicador toma valores que pueden oscilar entre -100 y 100. Aunque la interpretación concreta dependerá de cada pregunta, en general valores negativos indican una evolución contractiva de la oferta o de la demanda y registros positivos denotan una tendencia expansiva. En todo caso, hay que tener presente que las contestaciones a la Encuesta se refieren a variaciones de las condiciones y no a sus niveles y, sobre todo, que la naturaleza necesariamente subjetiva de las mismas obliga a ser cauteloso con los resultados.

En el caso de la UEM, las respuestas de las entidades, que son agregadas a nivel nacional, son ponderadas de acuerdo con el volumen de crédito otorgado en cada país al sector privado no financiero residente en el área del euro.

Para este artículo, se han seleccionado cuatro variables de la EPB para evaluar su contenido informativo acerca de la evolución de los préstamos bancarios a hogares y sociedades. En concreto, estos indicadores se obtienen a partir de las respuestas de las entidades a las preguntas sobre la evolución —observada en los últimos tres meses y prevista para los tres siguientes— de la oferta y de la demanda de crédito. El período temporal contemplado abarca desde el último trimestre de 2002 hasta el tercero de 2008.

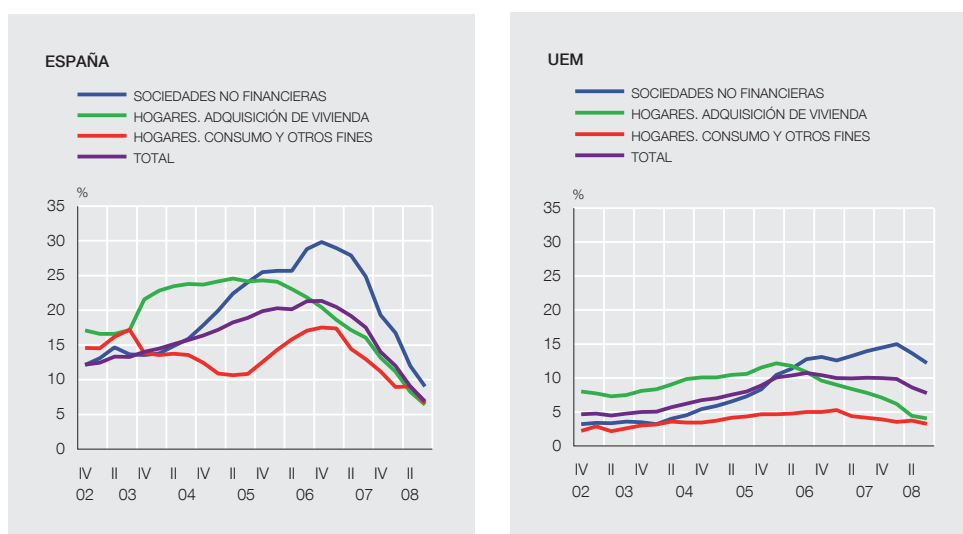
Los indicadores de la evolución, observada y prevista, de la oferta recogen la información sobre el cambio que se ha producido (o se prevé que se produzca) en los criterios que las entidades establecen para la concesión de préstamos. El gráfico 1 muestra el comportamiento reciente de estas variables tanto para España como para la UEM. Como se observa en los paneles del lado izquierdo, tras una fase inicial de endurecimiento (i.e., indicador con

7. Así, las posibles contestaciones son: «Endurecimiento/reducción considerable», «Cierto endurecimiento/reducción», «Prácticamente no ha variado», «Cierta relajación/incremento» y «Relajación/incremento considerable». 8. Para más detalles, véase Banco de Japón (2001).



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto aumento \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas por las entidades encuestadas para el trimestre correspondiente, el trimestre anterior.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

signo negativo), que se prolonga hasta mediados de 2004, las políticas de oferta de las entidades se mantuvieron sin cambios apreciables en los dos años posteriores. Sin embargo, desde finales de 2006 —en el caso de España— o mediados de 2007 —en el de la UEM— se inició un gradual tensionamiento en las pautas de aprobación, siendo más pronunciado en el caso de las instituciones de crédito españolas que en el de las de la UEM. Además, este endurecimiento se ha acentuado a raíz del episodio de turbulencias financieras iniciado en el verano de 2007.

Por su parte, los indicadores de demanda de préstamos recogen en qué medida se han modificado las solicitudes de crédito, de acuerdo con lo observado en el último trimestre y lo previsto para el próximo. Los paneles del lado derecho del gráfico 1 muestran que, tras un corto período inicial de contracción, las peticiones de fondos han mostrado, en general, un tono moderadamente expansivo desde el tercer trimestre de 2003 hasta el último de 2006, tanto en España como en la UEM. De nuevo, a partir de 2007 experimentaron reducciones sucesivas de magnitud creciente, siendo otra vez más importantes en nuestro país.

En líneas generales, el patrón de las respuestas a la EPB resulta coherente con el perfil de evolución de la financiación otorgada al sector privado no financiero. Así, el período inicial de expansión de la demanda y de estabilidad de las condiciones de oferta ha coincidido con la fase más dinámica en el comportamiento del crédito, mientras que su reciente ralentización ha sido coherente con el endurecimiento de los criterios de concesión y con la reducción en las peticiones de fondos que se desprende de las últimas ediciones de la Encuesta.

En efecto, en el gráfico 2, que muestra la evolución del total de préstamos otorgados y su desglose por sector y finalidad, se observa que, tanto en España como en la UEM, la financiación concedida a empresas y familias se mantuvo en una senda de aceleración gradual desde el cuarto trimestre de 2002 hasta mediados de 2006, período en el que los tipos de interés estaban situados en niveles reducidos, en términos históricos. Este patrón de comportamiento se aprecia tanto en los créditos a los hogares para adquisición de vivienda como en los otorgados a las sociedades. Sin embargo, los facilitados a las familias para

consumo y otros fines mostraron un comportamiento más irregular. Asimismo, cabe destacar que el perfil expansivo fue notablemente más acusado en el caso español, llegando a registrar el total de los préstamos un ritmo de crecimiento interanual que superó el 20%.

A partir de 2006 se aprecia una progresiva desaceleración del crédito en España. El punto de inflexión se produjo tras iniciarse el cambio de tono de la política monetaria, y, como puede observarse, se inicia con la moderación en el crecimiento de los préstamos a los hogares para la compra de inmuebles, que posteriormente se extiende al resto de los segmentos. En la UEM, en cambio, la evolución del crédito agregado presenta en el último bienio un perfil más estable, aunque el comportamiento de las tres clases de financiación es claramente divergente. Así, mientras que los fondos destinados a financiar la adquisición de vivienda se desaceleraron, los otorgados para consumo y otros fines crecieron a un ritmo sostenido y los concedidos a las sociedades no financieras continuaron acelerándose hasta el primer trimestre de 2008.

El contenido informativo de la EPB acerca de la evolución del crédito

La sección anterior ha mostrado que existe una notable coherencia entre el comportamiento reciente de los préstamos al sector privado y la información proporcionada por las respuestas a la EPB. En este apartado se explora en mayor detalle esta relación empleando para ello una doble aproximación metodológica. En primer lugar, se calculan las correlaciones entre los indicadores de la Encuesta y la tasa de variación intertrimestral del saldo vivo de crédito. En segundo lugar, se realiza un análisis de regresión de los errores de estimación de algunos modelos de comportamiento de la financiación a hogares y sociedades sobre los indicadores de la EPB, con el fin de evaluar si la Encuesta aporta contenido informativo adicional al que poseen los factores explicativos incorporados en dichos modelos.

ESPAÑA

El cuadro 1 presenta las correlaciones entre la variación intertrimestral del crédito y las cuatro variables de la Encuesta consideradas, referidas a las condiciones (observadas y previstas) de oferta y de demanda. Ante la posibilidad de que los cambios indicados por las entidades no tengan un reflejo inmediato sobre el crédito, sino diferido, se han considerado los indicadores de la EPB contemporáneos y desfasados desde uno hasta cuatro períodos.

En primer lugar, el signo de los coeficientes, tanto en las correlaciones con los indicadores de oferta como en las correspondientes a los de demanda, es siempre positivo, lo que sugiere que, conforme a lo esperado, los criterios de aprobación más laxos, por un lado, y los incrementos de la demanda, por otro, vienen acompañados por un mayor crecimiento del crédito, y viceversa. Además, los coeficientes, tanto contemporáneos como desfasados, son, en la mayoría de los casos, estadísticamente significativos.

En el caso de la financiación a empresas, las correlaciones asociadas a los indicadores de evolución de la oferta, tanto observada como prevista, son relativamente altas, situándose en su mayoría por encima de 0,50. En cuanto al patrón temporal de la relación, los elevados coeficientes observados correspondientes a los indicadores retardados sugieren que las respuestas de la EPB anticipan entre uno y cuatro trimestres los movimientos en los fondos destinados a las sociedades. Las correlaciones relativas a los préstamos a familias para adquisición de viviendas presentan valores más dispersos, siendo las contemporáneas las que presentan una mayor magnitud, cercana a 0,80. Por su parte, en los créditos para el consumo y otros fines se observan coeficientes más bajos, situándose los valores máximos —los correspondientes a los indicadores retardados uno y dos trimestres— ligeramente por encima de 0,20.

Variable de la Encuesta	Sociedades no financieras	Hogares. Adquisición de vivienda	Hogares. Consumo y otros fines
CRITERIOS DE APROBACIÓN OBSERVADOS			
En t	0,59 ***	0,78 ***	0,17 *
En t – 1	0,69 ***	0,76 ***	0,22 ***
En t – 2	0,72 ***	0,69 ***	0,20 **
En t – 3	0,73 ***	0,52 **	0,18 **
En t – 4	0,54 **	0,25	0,15
CRITERIOS DE APROBACIÓN PREVISTOS			
En t	0,57 ***	0,72 ***	0,14
En t – 1	0,68 ***	0,73 ***	0,22 ***
En t – 2	0,63 ***	0,64 ***	0,23 ***
En t – 3	0,59 ***	0,53 **	0,20 **
En t – 4	0,43 *	0,23	0,20 **
DEMANDA OBSERVADA			
En t	0,70 ***	0,82 ***	0,24 ***
En t – 1	0,75 ***	0,84 ***	0,27 ***
En t – 2	0,76 ***	0,78 ***	0,28 ***
En t – 3	0,69 ***	0,66 ***	0,22 **
En t – 4	0,49 **	0,53 **	0,09
DEMANDA PREVISTA			
En t	0,72 ***	0,78 ***	0,22 **
En t – 1	0,73 ***	0,76 ***	0,27 ***
En t – 2	0,68 ***	0,65 ***	0,27 ***
En t – 3	0,56 ***	0,50 **	0,24 ***
En t – 4	0,33	0,30	0,17 *

a. Series corregidas de estacionalidad. El crédito se expresa en tasa de variación intertrimestral.

b. * Coeficiente significativo al 10%; ** coeficiente significativo al 5%; *** coeficiente significativo al 1%.

Las correlaciones entre el crecimiento del crédito y los indicadores de evolución de la demanda, tanto observada como prevista, muestran en general un patrón similar a las correspondientes a las variables de oferta, aunque generalmente son de mayor magnitud. Además, especialmente en el caso de los préstamos para consumo, se aprecia un mayor nivel de significatividad.

Con el fin de evaluar en qué medida los indicadores de la EPB proporcionan información adicional a la contenida en otras variables, se ha realizado un ejercicio consistente en regresar los residuos obtenidos en dos modelos explicativos del comportamiento del crédito, uno para el sector de sociedades no financieras y otro para el de hogares, sobre las variables de la EPB.

En el caso de las sociedades se ha tomado como punto de partida el modelo recogido en Marqués et ál. (2005). En él, la evolución del crédito a las empresas no financieras viene determinada por el PIB, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias, el excedente bruto de explotación y el Índice General de la Bolsa de Madrid. Como modelo para el crédito a las familias se ha considerado el presentado en Nieto (2007), en el que los préstamos a los hogares se explican a través de un conjunto de determinantes que incluyen el gasto real del sector, su riqueza bruta, el plazo de amortización de los créditos vivos, el coste de los préstamos y la tasa de paro.

A partir de estos modelos se obtuvieron los errores de estimación para el horizonte temporal correspondiente al período comprendido entre el cuarto trimestre de 2002 y el segundo de 2008. Dichos errores se regresaron sobre cada una de las variables de la Encuesta. Estas, de nuevo, incluyen las condiciones de oferta y de demanda, observadas y previstas, contemporáneas y desfasadas desde uno a cuatro trimestres. En el caso de los hogares, dado que el modelo empleado no distingue entre el crédito para la compra de inmuebles y el otorgado para consumo y otros fines, se procedió a agregar los resultados de la Encuesta, ponderando las respuestas por los volúmenes de crédito concedidos por finalidad.

Los resultados se recogen en el cuadro 2. En primer lugar, la escasa significatividad de los mismos, en comparación con la evidencia recogida en el cuadro 1, en el que la mayoría de las correlaciones son estadísticamente significativas, sugiere que el contenido informativo adicional de los indicadores de la EPB acerca de la evolución del crédito es limitado, una vez que se ha controlado por los factores determinantes incorporados en sus modelos de comportamiento. Ello no reduce, sin embargo, la utilidad de la Encuesta para anticipar el curso futuro de la financiación bancaria, ya que algunas de las variables explicativas están disponibles con un cierto desfase temporal con respecto a los datos de la EPB.

Los resultados de este ejercicio para el sector de sociedades muestran que las condiciones de oferta observadas anticipan en tres trimestres la evolución del volumen de préstamos no explicada por el modelo. Por otro lado, se aprecia un mayor número de coeficientes significativos para las variables de demanda, aunque en ningún caso lo son los indicadores contemporáneos. En general, parece que las respuestas de la Encuesta aportan cierta información adicional sobre el comportamiento de la financiación a las sociedades. Así, por ejemplo, un endurecimiento por parte de las entidades de crédito de las condiciones efectivas de aprobación de préstamos, de modo que el indicador de oferta tome un valor de -50^9 , se traduciría en una reducción del ritmo intertrimestral de avance del crédito del 3,1%, transcurridos tres trimestres. Asimismo, una caída en la demanda observada de la misma magnitud tendría como efecto una desaceleración de la financiación del 3,6% después de nueve meses. No obstante, hay que resaltar la elevada imprecisión de estas estimaciones, que obliga a considerar estos resultados con cautela.

En el caso de los hogares se aprecia que los coeficientes de los indicadores de oferta, observada y prevista, retardados tres trimestres son significativos. También lo son los de demanda, observada y prevista, desfasados dos y tres trimestres en el primer caso, y tres y cuatro en el segundo. Por tanto, parece que la percepción de las entidades sobre la evolución de las peticiones de fondos por parte de los hogares parece anticipar entre tres y nueve meses el comportamiento del volumen de préstamos. En concreto, un descenso de la demanda obser-

9. Un valor del indicador de -50 es compatible con una situación en la que todas las entidades declaran que su demanda ha experimentado una cierta reducción o, alternativamente, en la que la mitad de las entidades manifiesta que las peticiones de fondos que reciben se han reducido considerablemente.

CAPACIDAD EXPLICATIVA ADICIONAL DE LOS INDICADORES DE LA EPB ACERCA DE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO. ESPAÑA (a) CUADRO 2

Variable de la Encuesta	Sociedades no financieras		Hogares (b)	
	Variable EPB	R ²	Variable EPB	R ²
CRITERIOS DE APROBACIÓN OBSERVADOS				
En t	-2,10 (-0,91)	0,04	0,25 (0,26)	0,00
En t – 1	-1,32 (-0,51)	0,01	0,90 (0,86)	0,04
En t – 2	2,01 (0,65)	0,02	1,50 (1,24)	0,08
En t – 3	6,27 (1,83)*	0,16	2,75 (1,97)*	0,18
En t – 4	2,83 (0,81)	0,04	2,42 (1,47)	0,11
CRITERIOS DE APROBACIÓN PREVISTOS				
En t	-4,32 (-1,54)	0,10	0,59 (0,44)	0,01
En t – 1	-0,29 (-0,08)	0,00	1,02 (0,71)	0,02
En t – 2	0,51 (0,11)	0,00	1,95 (1,16)	0,07
En t – 3	0,82 (0,15)	0,00	3,48 (1,92)*	0,17
En t – 4	6,16 (1,08)	0,06	2,45 (1,10)	0,07
DEMANDA OBSERVADA				
En t	-1,22 (-0,53)	0,01	0,25 (0,35)	0,01
En t – 1	0,09 (0,04)	0,00	0,41 (0,5)	0,01
En t – 2	4,24 (1,38)	0,09	1,78 (1,82)*	0,15
En t – 3	7,25 (2,23)**	0,22	2,40 (2,16)**	0,21
En t – 4	6,04 (2,02)*	0,19	1,90 (1,37)	0,10
DEMANDA PREVISTA				
En t	-0,37 (-0,17)	0,00	0,44 (0,52)	0,01
En t – 1	1,24 (0,48)	0,01	1,25 (1,32)	0,08
En t – 2	4,20 (1,33)	0,08	1,70 (1,57)	0,11
En t – 3	7,83 (2,24)**	0,22	2,42 (1,96)*	0,18
En t – 4	6,72 (2,15)**	0,21	2,94 (1,90)*	0,18

a. Coeficiente del indicador de la EPB en la regresión de los errores de estimación de los modelos de evolución del crédito.

* Variable significativa al 10%; ** Variable significativa al 5%; *** Variable significativa al 1%.

Entre paréntesis se muestran los estadísticos t.

b. Las respuestas de la EPB han sido ponderadas por los volúmenes de crédito concedidos para la adquisición de vivienda y para el consumo y otros fines, en cada trimestre.

vada, con un valor asociado del indicador de, por ejemplo, -50, se traduciría en una reducción en el crecimiento intertrimestral del crédito concedido del 0,9% al cabo de seis meses y del 1,2% después de nueve, más allá del efecto recogido por las variables del modelo.

El cuadro 3 presenta las correlaciones entre los indicadores de la Encuesta y el crecimiento intertrimestral del crédito para el caso de la UEM. En él se aprecia que los coeficientes asociados a las condiciones de oferta, tanto observadas como previstas, en el sector de sociedades no financieras son, en general, significativos y elevados, situándose los valores máximos en el entorno de 0,70. Además, en cuanto al patrón temporal de la relación, estas respuestas de la EPB parecen anticipar entre dos y cuatro trimestres los cambios en el ritmo de crecimiento de los fondos concedidos a las empresas. Las correlaciones relativas a los préstamos a los hogares para adquisición de inmuebles también alcanzan valores elevados, siendo las contemporáneas las más elevadas, con valores superiores a 0,70. Las correspondientes al segmento de consumo y otros fines presentan registros más reducidos, en el entorno de 0,30.

Las correlaciones entre el crecimiento del crédito y los indicadores de evolución de la demanda, tanto observada como prevista, muestran un patrón similar a las correspondientes a las variables de oferta. No obstante, en los préstamos a sociedades, los coeficientes ligados a la demanda observada son de mayor magnitud, al igual que los asociados a la demanda prevista en el crédito a hogares para adquisición de vivienda.

En general, todos estos resultados no difieren cualitativamente de los obtenidos para el caso español. Así, por ejemplo, en ambas áreas se encuentra que el contenido informativo sobre la evolución del crédito a hogares para fines distintos a la adquisición de vivienda es sustancialmente menor que el del resto de segmentos.

Al igual que para el caso español, se ha realizado un ejercicio consistente en regresar los errores de estimación de dos modelos explicativos de la evolución del crédito en el área del euro, uno para el sector de sociedades y otro para el de hogares, sobre cada una de las variables de la Encuesta. Los errores utilizados son los obtenidos en la estimación de sendos modelos de vectores autorregresivos (VECM), similares a los empleados en la sección 3.1 para España¹⁰.

En el caso de las sociedades, el modelo tomado como referencia incluye como variables explicativas el PIB, la inversión, el excedente bruto de explotación, el coste de los préstamos, un tipo de interés asociado a fuentes alternativas de financiación y el EURIBOR a tres meses.

En el modelo del crédito a los hogares, las variables explicativas son el PIB, el precio de la vivienda y el tipo de interés, todos en términos reales. Al igual que en el caso español, dado que este modelo no distingue entre los préstamos para la adquisición de vivienda y los destinados a financiar el consumo, se ha procedido a agregar las respuestas a la Encuesta, correspondientes a este sector, ponderándolas por el volumen de préstamos por finalidad y trimestre.

En el cuadro 4 se recogen los resultados de este ejercicio. En primer lugar, al igual que ocurría en el caso español, la menor significatividad de los mismos en comparación con los mostrados en el cuadro 3, sugiere que el contenido informativo adicional de los indicadores de la EPB acerca de la evolución de los fondos prestados, especialmente en el caso de las familias, es bastante reducido, aunque en la UEM la capacidad explicativa adicional de estos indicadores

10. Véase en Calza et ál. (2003) una aplicación de la metodología VECM para la modelización del crédito al sector privado no financiero en el área del euro.

Variable de la Encuesta	Sociedades no financieras	Hogares. Adquisición de vivienda	Hogares. Consumo y otros fines
CRITERIOS DE APROBACIÓN OBSERVADOS			
En t	0,08	0,78 ***	0,29 ***
En t – 1	0,26	0,73 ***	0,28 ***
En t – 2	0,48 **	0,50 **	0,22 **
En t – 3	0,64 ***	0,29	0,08
En t – 4	0,72 ***	0,00	0,07
CRITERIOS DE APROBACIÓN PREVISTOS			
En t	0,08	0,70 ***	0,28 ***
En t – 1	0,26	0,65 ***	0,26 ***
En t – 2	0,48 **	0,37	0,31 ***
En t – 3	0,67 ***	0,07	0,15 *
En t – 4	0,72 ***	-0,28	0,18 *
DEMANDA OBSERVADA			
En t	0,57 ***	0,73 ***	0,25 ***
En t – 1	0,72 ***	0,75 ***	0,24 ***
En t – 2	0,82 ***	0,73 ***	0,20 **
En t – 3	0,75 ***	0,57 **	0,16 *
En t – 4	0,78 ***	0,59 **	0,06
DEMANDA PREVISTA			
En t	0,08	0,85 ***	0,22 **
En t – 1	0,28	0,89 ***	0,22 **
En t – 2	0,48 **	0,83 ***	0,25 ***
En t – 3	0,54 ***	0,91 ***	0,20 **
En t – 4	0,63 ***	0,60 **	0,11

a. Series corregidas de estacionalidad. El crédito se expresa en tasa de variación intertrimestral.

b. * Coeficiente significativo al 10%; ** coeficiente significativo al 5%; *** coeficiente significativo al 1%.

parece ser mayor. De nuevo, cabe recordar que la información de la EPB, en la medida en que está disponible con una cierta antelación a los datos sobre algunos de los factores explicativos incorporados en los modelos del crédito, permite proyectar la trayectoria futura de la financiación con mayor anticipación.

Los resultados de este ejercicio sugieren, en el caso de las sociedades, que los criterios observados y previstos de concesión de fondos anticipan entre uno y cuatro trimestres la evolución del volumen de préstamos no explicada por el modelo. Por su parte, los indicadores de demanda, observada y prevista, contribuyen también a explicar los residuos del modelo del crédito a sociedades, correspondiendo el mayor contenido informativo a los indicadores adelantados tres y seis meses, respectivamente.

CAPACIDAD EXPLICATIVA ADICIONAL DE LOS INDICADORES DE LA EPB ACERCA DE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO. CUADRO 4
UEM (a)

Variable de la Encuesta	Sociedades no financieras		Hogares (b)	
	Variable EPB	R ²	Variable EPB	R ²
CRITERIOS DE APROBACIÓN OBSERVADOS				
En t	0,36 (0,39)	0,01	2,36 (2,99)***	0,30
En t – 1	1,72 (0,071)*	0,15	1,32 (1,33)	0,08
En t – 2	2,24 (2,41)**	0,23	2,82 (2,49)**	0,25
En t – 3	2,43 (2,49)**	0,26	0,14 (0,10)	0,00
En t – 4	2,57 (2,57)**	0,28	-1,27 (-0,89)	0,04
CRITERIOS DE APROBACIÓN PREVISTOS				
En t	0,76 (0,66)	0,02	2,18 (2,14)**	0,18
En t – 1	2,40 (1,97)*	0,16	2,17 (1,90)*	0,15
En t – 2	2,85 (2,16)**	0,20	2,00 (1,37)	0,09
En t – 3	3,58 (2,78)**	0,30	0,73 (0,45)	0,01
En t – 4	3,83 (2,87)**	0,33	-2,46 (-1,61)	0,13
DEMANDA OBSERVADA				
En t	2,21 (2,03)*	0,16	0,61 (1,49)	0,10
En t – 1	3,34 (3,36)***	0,36	1,16 (2,84)***	0,29
En t – 2	2,99 (2,76)**	0,29	0,74 (1,31)	0,08
En t – 3	2,66 (2,39)**	0,24	0,44 (0,63)	0,02
En t – 4	1,8030 (1,48)	0,11	0,95 (1,40)	0,10
DEMANDA PREVISTA				
En t	0,78 (0,57)	0,02	1,10 (2,29)**	0,20
En t – 1	1,90 (1,24)	0,07	1,32 (2,33)**	0,21
En t – 2	4,26 (2,83)**	0,30	1,88 (2,96)***	0,32
En t – 3	4,00 (2,38)**	0,24	1,29 (1,38)	0,10
En t – 4	3,13 (1,72)	0,15	0,01 (0,01)	0,00

a. Coeficiente del indicador de la EPB en la regresión de los errores de estimación de los modelos de evolución del crédito.

* Variable significativa al 10%; ** Variable significativa al 5%; *** Variable significativa al 1%.

Entre paréntesis se muestran los estadísticos t.

b. Las respuestas de la EPB han sido ponderadas por los volúmenes de crédito concedidos para la adquisición de vivienda y para el consumo y otros fines, en cada trimestre.

En el caso de las familias, el coeficiente más elevado es el correspondiente al indicador de oferta observada desfasado dos trimestres, siendo los restantes valores estimados de magnitud reducida y, en muchos casos, no significativos. De acuerdo con este resultado, los cambios en los criterios para la concesión de préstamos a los hogares se reflejan con un desfase de seis meses en el crecimiento intertrimestral de la financiación a este sector. Así, unas condiciones de aprobación de préstamos más restrictivas, con un valor del indicador de la Encuesta de, por ejemplo, -50, se traducirían en una reducción de la tasa de variación intertrimestral del crédito del 1,4% al cabo de medio año.

Conclusiones

La EPB fue diseñada para profundizar en el conocimiento sobre el comportamiento del crédito en el conjunto del Eurosistema. En particular, y a diferencia de las herramientas empleadas habitualmente en el seguimiento de la evolución de la financiación bancaria a familias y empresas, estos datos permiten distinguir entre los cambios en la demanda y en la oferta de préstamos e identificar los factores que subyacen a estos movimientos. Habiendo transcurrido ya más de seis años desde la introducción de esta Encuesta, el presente artículo ha ofrecido una evaluación del contenido informativo de las respuestas a la EPB para el curso del crédito. Conviene recordar, no obstante, que las series históricas de estos indicadores son todavía cortas y que, por tanto, los resultados del análisis presentado aquí deben tomarse con una cierta cautela.

La elevada correlación encontrada, tanto para España como para la UEM, entre las tasas de avance intertrimestral del crédito y los valores retardados de los indicadores contruidos a partir de las respuestas a la EPB pone de manifiesto que la información contenida en la EPB permite anticipar, en gran medida, la evolución de los fondos concedidos al sector privado. En particular, los cambios en las condiciones de oferta y de demanda declarados por las entidades anticipan hasta en cuatro trimestres las variaciones en la financiación a sociedades y a hogares para adquisición de vivienda. Por el contrario, las variables de la Encuesta relativas a los préstamos para consumo guardan una relación menos estrecha con la evolución de este componente.

Por otro lado, los resultados de este trabajo apuntan a que las variables de la Encuesta poseen un cierto poder explicativo adicional, al incorporado en otros factores determinantes, sobre el comportamiento del crédito, especialmente el concedido a empresas tanto en España como, sobre todo, en el área del euro. Para los préstamos a hogares, los modelos disponibles han mostrado en ambas áreas una elevada capacidad de ajuste en los últimos años, por lo que la contribución marginal de los indicadores de la EPB ha sido más reducida. Ello no limita, sin embargo, la utilidad de esta fuente de información para anticipar la trayectoria futura de la financiación bancaria, ya que está disponible con una cierta antelación a algunas de las variables explicativas del crédito.

15.12.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2008», recuadro 2, *Boletín Mensual*, noviembre.
- BANCO DE JAPÓN (2000). *Introduction of the «Senior Loan Officer Opinión Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks»*, abril.
- (2001). *Introduction of Diffusion Indexes to the «Senior Loan Officer Opinión Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks»*, abril.
- CALZA, A., M. MANRIQUE y J. SOUSA (2003). *Aggregate loans to the euro area private sector*, European Central Bank Working Paper n.º 202.
- CUNNINGHAM, T. J. (2006). *The predictive power of the Senior Loan Officer Survey: do lending officers know anything special?*, Federal Reserve Bank of Atlanta, working paper 2006-24, noviembre.
- DRIVER, R. (2007). «The Bank of England Credit Conditions Survey», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 47, n.º 3, pp. 389-401.

- FEDERAL RESERVE BOARD (2002). «Effect of lending standards on business loan growth», *Federal Reserve Bulletin*, junio, pp. 264-265.
- LOWN, C. S., y D. P. MORGAN (2004). *The credit cycle and the business cycle: new findings using the Loan Officer Opinion Survey*, n.º 27, septiembre, Stockholm Institute for Financial Research.
- LOWN, C. S., D. P. MORGAN y S. ROHATGI (2000). «Listening to loan officers: the impact of commercial credit standards on lending and output», *FRBNY Economic Policy Review*, 6, julio, pp. 1-16.
- MARQUÉS, J. M., F. NIETO y A. DEL RÍO (2005). *Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades financieras en España*, Documentos de Trabajo, n.º 0535, Banco de España.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2008). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J., y L. Á. MAZA (2003). «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- NIETO, F. (2007). *The determinants of household credit in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0716, Banco de España.

FACTORES ASOCIADOS CON LA VOLATILIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL
HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES

Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Broto y Aitor Erce-Domínguez, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

Durante los últimos años, numerosas economías emergentes han emprendido un proceso de liberalización de sus cuentas de capital. El objetivo de este proceso era, principalmente, atraer flujos de capital extranjero para impulsar el crecimiento económico. No obstante, debido a una combinación de fallos de política económica y cambios abruptos en el apetito por el riesgo por parte de los inversores internacionales, la economía mundial ha sido testigo de numerosos cambios bruscos en la dirección de los flujos de capital hacia esas economías. Frecuentemente, estos episodios han desencadenado crisis financieras con efectos devastadores para la economía real. Así, la volatilidad de los flujos de capital ha sido, cada vez con más frecuencia, una fuente de preocupación para el diseño de políticas. Un considerable número de economías emergentes ha tratado de cubrirse frente a estos riesgos mediante la fuerte acumulación de reservas. No obstante, este es un proceso costoso, tanto para los países que acumulan las reservas como para la economía global. Por tanto, la identificación de mecanismos alternativos que permitan reducir la volatilidad de los flujos de capital hacia las economías emergentes es crucial, particularmente en un contexto de turbulencia financiera como el actual.

En paralelo con estos acontecimientos, se ha desarrollado una extensa literatura que trata de identificar los factores determinantes de los flujos de capital. Gran parte de esta literatura distingue entre factores *pull*, que consideran esencialmente las condiciones nacionales de cada economía, y *push*, que recogen las condiciones de los mercados financieros internacionales. Por el contrario, los trabajos empíricos que tratan de identificar los factores asociados con una mayor volatilidad de los flujos de capital han sido más escasos y presentan, en términos generales, tres grandes limitaciones. La primera se relaciona con las insuficiencias de la metodología empleada para aproximar la volatilidad de los flujos de capital. La segunda se refiere a la falta de desagregación entre diferentes tipos de flujos de capital, que restringe la interpretación de los resultados. Finalmente, el número de variables explicativas que se consideran en estos análisis es muy reducido.

Broner y Rigobon (2005) investigan las razones de la mayor volatilidad de los flujos de capital hacia países emergentes que hacia desarrollados y concluyen que la diferente persistencia de los *shocks* a los flujos de capital, junto con la mayor probabilidad de contagio, explica este diferencial. Alfaro et ál. (2005) enfatizan la importancia de la calidad de las instituciones y de la presencia de políticas macroeconómicas sólidas para controlar la volatilidad de los flujos, mientras que una expansión del crédito bancario se asocia con una mayor volatilidad de los flujos. Neumann et ál. (2006) se centran en el impacto de la liberalización financiera sobre la volatilidad de los flujos, medida como una ventana móvil de cinco años para los distintos tipos de flujos. Concluyen que la integración financiera favorece una mayor volatilidad de los flujos de inversión extranjera directa (IED), mientras que parece reducir la del resto de flujos en economías desarrolladas. Más recientemente, el *Global Financial Stability Report* (FMI, septiembre de 2007) emplea una aproximación similar para una muestra de países desarrollados y emer-

1. Este artículo está basado en el trabajo *Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries*, Documento de Trabajo n.º 0817 del Banco de España, de los mismos autores junto con Javier Díaz-Cassou. Para más detalles sobre los datos utilizados y las características metodológicas, véase el documento de referencia.

gentes, y concluye que la apertura financiera y la calidad institucional están negativamente correlacionadas con la volatilidad de las entradas de flujos de capital.

El trabajo que se presenta en este artículo tiene también como objetivo analizar los factores que determinan la volatilidad de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Se pone un énfasis especial en el papel de los factores nacionales y globales, con el fin de identificar aquellos que se asocian con una mayor estabilidad de los flujos de capital, tratando de superar las tres limitaciones de los análisis empíricos que se han mencionado anteriormente. Desde el punto de vista metodológico, la principal contribución de este trabajo es la utilización de la medida de volatilidad propuesta por Engle y Gonzalo-Rangel (2008), que es más apropiada para variables de tipo macroeconómico. Tras aproximar la volatilidad mediante este procedimiento, para cada tipo de flujo de capital se estima un modelo de datos de panel para una muestra de 48 países emergentes y en vías de desarrollo. Los flujos de capital se desagregan en diferentes categorías, según sean IED, flujos de cartera —como suma de flujos correspondientes a deuda y acciones— y otros flujos, que, según la clasificación del FMI, incluyen principalmente préstamos bancarios transfronterizos. El análisis se realiza para dos períodos temporales. Por un lado, la muestra completa, que consta de datos anuales desde 1980 a 2006, y, por otro, la submuestra de 2000 a 2006, para determinar qué factores diferenciales se asocian con el cambio en la volatilidad de los flujos de capital en la reciente ola de globalización financiera. Finalmente, las variables explicativas incluyen un amplio conjunto de variables macroeconómicas y financieras nacionales, así como una serie de variables de carácter global, institucional y geopolítico.

El artículo se estructura en tres partes. En primer lugar, se presentan los datos de flujos de capital que se van a utilizar, así como la medida propuesta para la medición de su volatilidad. Seguidamente, se describe el conjunto de variables explicativas. Finalmente, se presentan los principales resultados obtenidos.

Flujos de capital y medición de la volatilidad

En el trabajo se analizan datos de flujos de capitales en porcentaje del PIB. Los datos de flujos de capital proceden de las IFS (International Financial Statistics) del FMI y corresponden a 48 países emergentes y en vías de desarrollo, para el período 1980-2006. Los países elegidos cubren un área geográfica extensa (21 países de Asia, 14 de Europa del Este, 13 de América Latina y 5 de África) y han sido seleccionados tratando de abarcar el mayor período de tiempo posible. Son datos de flujos de entrada netos de las correspondientes retiradas de capital, es decir, las compras de activos nacionales realizadas por no residentes menos sus ventas de esos activos. Aunque los datos originales son trimestrales, el análisis se formula tras su transformación en anuales, distinguiendo entre IED, inversión de cartera y otra inversión.

El cuadro 1 muestra una serie de estadísticos descriptivos de esta base de datos de flujos de entrada de capital. Por un lado, se observa un fuerte descenso de los flujos durante la crisis de la deuda de los años ochenta, que se recuperaron con posterioridad a los años noventa. Pese a la creciente importancia de los flujos de cartera a lo largo del tiempo, la IED constituye la categoría más importante de flujos de capital, representando en torno a la mitad a lo largo de la muestra. Un análisis preliminar apunta importantes diferencias en la desviación estándar de estos datos. Así, la desviación típica de la IED y de los flujos de cartera es significativamente menor que la correspondiente a los flujos bancarios. Este resultado indica la estabilidad y persistencia de los flujos de IED, incluso en períodos de turbulencia financiera, en línea con los resultados encontrados en otros trabajos. Aunque desde los años noventa, la desviación típica de la IED es ligeramente mayor que la de los flujos de cartera, estos pasan a ser negativos o casi nulos muy rápidamente en períodos de turbulencia financiera, como la experimentada en los ochenta o más recientemente. Por el contrario, la IED muestra un patrón más estable y

TIPO DE FLUJO (a)	1980-2007		1980-1990		1991-2000		2001-2006	
	MEDIA	DESVIACIÓN TÍPICA	MEDIA	DESVIACIÓN TÍPICA	MEDIA	DESVIACIÓN TÍPICA	MEDIA	DESVIACIÓN TÍPICA
IED	2,4	3,7	0,8	1,9	3,1	4,3	3,9	3,8
América Latina	2,0	2,2	0,7	0,9	2,9	2,5	3,2	2,1
Asia	2,4	4,2	1,4	2,9	3,0	4,7	3,2	4,8
Europa del Este	3,0	3,2	0,1	0,1	3,1	2,6	4,8	3,7
África	2,5	5,9	0,3	0,8	4,3	8,9	4,7	4,3
FLUJOS DE CARTERA	0,6	2,7	0,2	2,1	0,9	3,4	0,8	2,2
América Latina	0,5	3,3	0,3	3,3	0,8	3,8	0,2	1,8
Asia	0,7	2,7	0,3	0,8	0,9	4,1	1,0	1,8
Europa del Este	0,8	2,1	0,1	0,3	0,8	2,0	1,4	2,8
África	0,3	1,5	-0,2	0,1	1,0	2,4	0,3	1,1
FLUJOS BANCARIOS	2,1	42,6	0,5	15,8	3,2	33,1	2,7	76,5
América Latina	2,4	75,0	-2,9	24,7	7,4	59,8	4,2	146,4
Asia	1,9	8,2	3,4	4,3	0,9	11,0	0,8	6,9
Europa del Este	2,4	5,0	0,2	5,1	2,2	4,6	4,4	5,0
África	1,6	3,5	3,0	3,9	1,2	2,8	-0,8	2,2
TOTAL	5,3	12,1	1,6	15,7	7,0	9,0	7,3	9,1
América Latina	1,4	17,3	-1,1	24,4	3,3	8,6	3,5	6,5
Asia	5,0	9,8	5,2	6,3	4,7	11,6	5,0	11,7
Europa del Este	6,4	7,4	0,3	5,2	6,3	6,3	10,8	7,4
África	3,1	4,0	3,3	4,5	3,0	3,7	2,6	2,9

FUENTE: Fondo Monetario Internacional (International Financial Statistics).

a. Datos de flujos de capital como porcentaje del PIB (%).

su peso relativo en los flujos totales tiende a aumentar precisamente durante las etapas de turbulencia financiera, cuando otras fuentes de financiación se secan.

Por región, las oscilaciones han sido especialmente acusadas en América Latina y Europa del Este durante los años ochenta, y en América Latina y Asia durante la última parte de los noventa y primera parte de esta década. Los flujos de cartera pasaron a convertirse en una importante fuente de financiación durante los años noventa, coincidiendo con la apertura de las cuentas de capital de la mayoría de economías emergentes. Esta tendencia fue especialmente clara en América Latina y en África.

La medición de la volatilidad de los flujos de capital es un tema de cierta complejidad. La mayoría de trabajos previos emplea medidas anuales a partir de ventanas móviles —habitualmente, de cuatro o cinco años— de la desviación típica. Es decir, si denominamos $volatilidad_{it}$ a la volatilidad de los flujos recibidos por un país i en un período t , esta medida seguiría la siguiente expresión:

$$volatilidad_{it} = \left(\frac{1}{n} \sum_{j=t-(n-1)}^t (flujo_{ij} - \mu)^2 \right)^{1/2} \quad [1]$$

donde el término $flujo_{it}$ es el flujo de entrada neto en el país i , μ es el promedio de los flujos en la ventana considerada y n es el tamaño de la ventana. Esta medida de volatilidad está sujeta a varias limitaciones. En primer lugar, conlleva una pérdida de observaciones al inicio de la muestra, dependiendo del tamaño de la ventana. En segundo lugar, su dinámica es muy dependiente de la evolución en períodos anteriores, por lo que puede generar problemas de endogeneidad y correlación, y dar lugar a estimadores no robustos. En tercer lugar, esta medida de la volatilidad asigna el mismo peso al flujo del período anterior y al de hace $(n-1)$ período.

	IED					FLUJOS DE CARTERA					FLUJOS BANCARIOS				
	AMÉR. LAT.	ASIA	EUROPA	ÁFRICA	TOTAL	AMÉR. LAT.	ASIA	EUROPA	ÁFRICA	TOTAL	AMÉR. LAT.	ASIA	EUROPA	ÁFRICA	TOTAL
1980-1989	0,05	0,04	0,05	0,04	0,05	0,03	0,06	0,09	0,06	0,05	0,14	0,21	0,13	0,07	0,16
1991-1999	0,07	0,19	0,12	0,05	0,13	0,10	0,11	0,13	0,07	0,11	0,20	0,33	0,23	0,07	0,24
2001-2005	0,09	0,23	0,14	0,08	0,15	0,09	0,14	0,14	0,10	0,12	0,21	0,42	0,21	0,07	0,26
1980-2005	0,07	0,16	0,13	0,06	0,12	0,08	0,11	0,14	0,08	0,11	0,19	0,31	0,22	0,07	0,22

FUENTE: Banco de España.

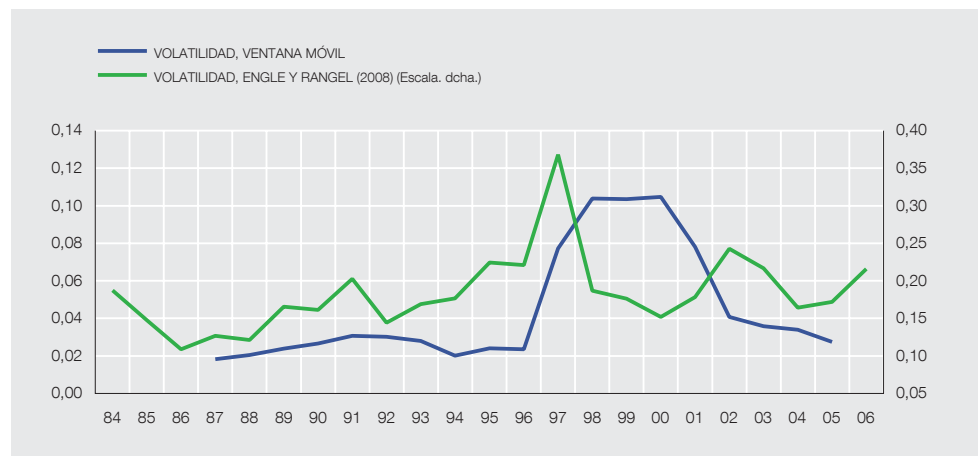
dos, lo que la suaviza en exceso. En consecuencia, esta medida infraestima la volatilidad de los flujos de capital en los períodos en los que se produzca un *shock* en la volatilidad y la sobreestima en el resto. Estas limitaciones son particularmente relevantes cuando se trabaja con datos anuales.

Para resolver estas limitaciones, el trabajo que se presenta aquí emplea una medida alternativa de volatilidad, basada en la aproximación propuesta por Engle y Gonzalo-Rangel (2008) para medir la volatilidad de variables macroeconómicas, cuya frecuencia es mucho menor que la de las variables financieras. Para ello, se calcula el valor absoluto de los residuos, v_{it} , de un modelo ARIMA estimado con la base de datos trimestral para cada país y tipo de flujo. Posteriormente, se calcula la medida que aproxima la varianza anual de los flujos de capital, mediante la siguiente expresión, a partir de los datos trimestrales:

$$\text{volatilidad}_{it} = \left(\frac{1}{4} \sum_{q=1}^4 |v_{itq}| \right)^{1/2} \quad [2]$$

donde el término q representa el correspondiente trimestre del año t . Los residuos v_{it} se obtienen a partir de modelos ARIMA estimados mediante el procedimiento automático de TRAMO-SEAT —véase Caporello y Maravall (2004)—. El cuadro 2 contiene las medias de esta medida de la volatilidad por tipo de flujo y para diferentes períodos. Los rasgos básicos de las series de volatilidad aproximadas responden a las principales características descritas con anterioridad. Es decir, los flujos de capital de bancos presentan la volatilidad más alta a lo largo de la muestra, seguidos por los flujos de IED y de cartera. Para el conjunto del período se observa que la volatilidad de los flujos de capital se ha incrementado en los últimos años en todos los casos, siendo la IED y los flujos de cartera los que registran un mayor incremento desde los años noventa. Por regiones, Asia presenta la mayor volatilidad para los flujos bancarios y la IED, seguida de Europa del Este y de América Latina. La volatilidad de la IED ha aumentado a lo largo del tiempo en todas las regiones, así como la volatilidad de los flujos de cartera, con la excepción de América Latina, donde se estabiliza en la última parte de la muestra. Respecto a los flujos bancarios, su volatilidad aumentó durante los años noventa y se han estabilizado en los últimos años en Asia y América Latina.

Con el fin de ilustrar las principales diferencias entre ambas medidas de la volatilidad, el gráfico 1 representa la volatilidad de los flujos bancarios en Tailandia, aproximada mediante una ventana móvil de cuatro años y mediante el procedimiento de Engle y Gonzalo-Rangel (2008). En 1997, este país sufrió una fuerte crisis financiera que dio lugar a importantes retiradas de capital por parte de inversores no residentes y, consecuentemente, a un brusco repunte de la volatilidad. Esta evolución queda recogida por la medida que se emplea en el trabajo, mientras



FUENTE: Banco de España.

que el máximo de la medida basada en la ventana móvil alcanza su cúspide en 1998. Además de dar lugar a una pérdida de datos al inicio de la muestra, el suavizado excesivo de la volatilidad obtenida mediante la ventana móvil hace que el período de volatilidad elevada parezca más prolongado de lo que ocurrió en realidad.

Una vez obtenida una medida dinámica de la volatilidad para todos los países y tipos de flujo de capital, se estima un modelo de datos de panel, con efectos fijos de país, para estudiar los factores que se pueden asociar con su evolución, ajustando por problemas de correlación temporal y espacial. Tal y como está especificado el modelo de datos de panel, los resultados se deben interpretar en términos de relaciones contemporáneas, no causales. Es decir, se trata de factores que están asociados con la evolución de la volatilidad de los flujos de capital, sin que ello implique que esas variables tengan un impacto en la variabilidad de los flujos.

Factores asociados con la volatilidad

Las variables explicativas del modelo se pueden clasificar según tres grandes grupos: factores de tipo nacional, globales y, por último, institucionales y geopolíticos. Al contrario que en numerosos trabajos empíricos anteriores, el presente análisis utiliza un elevado número de variables con potencial para explicar el comportamiento de la volatilidad de los flujos de capital. Este enfoque permite una interpretación más robusta de los resultados, así como una visión exhaustiva de los posibles factores explicativos.

FACTORES NACIONALES

En el trabajo se consideran dos categorías de variables explicativas nacionales: las macroeconómicas y las financieras. En primer lugar, dentro de los factores macroeconómicos se incluyen el PIB per cápita y su tasa de crecimiento, para recoger el desarrollo económico y el dinamismo de las diferentes economías. En principio, cabe esperar que los países menos desarrollados registren menores niveles de volatilidad de sus flujos, ya que son en su mayoría oficiales. Sin embargo, es previsible que las economías más desarrolladas también muestren una volatilidad relativamente baja, ya que sus perspectivas económicas suelen ser más estables. Por tanto, a priori se podría esperar una relación no lineal entre el desarrollo económico y la volatilidad de los flujos de capital. Asimismo, se incluyen la tasa de inflación y el déficit público sobre el PIB, ya que son variables que van a permitir aproximar la calidad de las políticas macroeconómicas. También cabe pensar que países con mayor inflación y déficits públicos tengan unos flujos de capital más volátiles, ya que se asocian a una mayor incertidumbre en relación con las expectativas de inflación y a una mayor probabilidad de

incurrir en una crisis de deuda. Además, se considera una medida de las reservas internacionales (en meses de importaciones) para captar la robustez de la balanza de pagos y, por tanto, del grado de vulnerabilidad a una posible crisis. El signo de la relación entre el volumen de reservas y la volatilidad no es claro. Por un lado, los países con un menor volumen de reservas pueden ser más propensos a sufrir una crisis de liquidez y, por tanto, a registrar una volatilidad mayor. Por otro lado, un elevado volumen de reservas puede indicar precisamente la necesidad de un aseguramiento frente a *sudden stops* y, por tanto, estar relacionado con una mayor volatilidad. Finalmente, se considera la apertura comercial, medida por el volumen de importaciones y exportaciones sobre el PIB, como indicador del nivel de integración en la economía global. De acuerdo con Martin y Rey (2006), hay una correlación negativa entre estas dos variables. No obstante, países que se apoyen más en el comercio internacional pueden ser más vulnerables a cambios en las condiciones globales, especialmente si su base de exportaciones está poco diversificada, como ocurre en los países exportadores de materias primas de nuestra muestra, lo que implicaría una correlación positiva en caso de dominar este efecto.

En cuanto a los factores financieros nacionales, se ha aprovechando la creciente disponibilidad de información y se incluyen indicadores que recogen la salud y profundidad de los sistemas financieros. Para analizar el grado de desarrollo de la banca, se incluyen medidas del nivel de activos, crédito y depósitos de la banca comercial, así como el diferencial de tipos entre depósitos y préstamos². En principio, cuanto más elevados sean estos indicadores bancarios, más desarrollado estará el sistema financiero y, por tanto, la volatilidad de los flujos será menor. No obstante, en el caso del crédito un desarrollo elevado puede señalar problemas de sobrecalentamiento y mayor volatilidad. Para medir el grado de desarrollo de los mercados financieros se utilizan indicadores relativos al nivel de capitalización bursátil, así como la tasa de rotación (*turnover*), que es un buen indicador de su liquidez. Cuanto más desarrollados y líquidos sean los mercados bursátiles, menor debería ser la volatilidad de los flujos de capital.

FACTORES GLOBALES

Dentro de estos factores, se consideran indicadores puramente globales, que recogen desarrollos a nivel mundial, como la tasa de crecimiento del PIB mundial y una medida de liquidez global. Se incluyen también indicadores de Estados Unidos, como la inflación, el tipo de interés a tres meses y el valor del índice bursátil S&P 500. Estos factores, también denominados factores *push*, han sido identificados como relevantes en estudios anteriores, aunque el signo de su relación con la volatilidad de los flujos es ambiguo. En principio, cabría esperar que descensos en el crecimiento y la liquidez global vayan acompañados por procesos de «huida hacia la calidad» y una mayor volatilidad.

FACTORES INSTITUCIONALES Y GEOPOLÍTICOS

Mientras que la clasificación por factores nacionales y globales es bastante habitual en la literatura empírica, el uso de variables explicativas institucionales o geopolíticas es relativamente novedoso. De hecho, como la muestra disponible de estas variables es más reducida, su análisis se realiza por separado. Se analizan indicadores de estabilidad política y económica, así como de buen gobierno, que a priori deberían estar negativamente relacionados con la volatilidad de los flujos. Con el fin de extraer más conclusiones, se incluyen también factores institucionales y geopolíticos, como el volumen y capacidad de distribución de gas y petróleo, la capacidad nuclear y la cuota en el FMI. Cabe esperar que, cuanto mayor sea la relevancia geopolítica del país, menos volátiles sean los flujos de capital, aunque, como se verá, los resultados obtenidos para estas últimas variables no son significativos en ningún caso.

2. Esto último se utiliza como un indicador del nivel de competencia dentro del sector bancario. A priori, uno esperaría que economías con un menor grado de competencia presentasen mayores diferencias.

	IED		FLUJOS DE CARTERA		FLUJOS BANCARIOS	
	1980-2000	2000-2006	1980-2000	2000-2006	1980-2000	2000-2006
FACTORES MACROECONÓMICOS						
PIB per cápita	-	-				
Crecimiento del PIB				-		+
Inflación						+
Apertura comercial		+				
Reservas/importaciones		-				
DESARROLLO FINANCIERO NACIONAL						
Activos bancarios/PIB	-	-			-	-
Crédito al sector privado/PIB	+	+		-	+	+
Diferencial de tipos de interés bancarios	-				-	-
Capitalización bursátil	-		-	+		+
FACTORES GLOBALES						
EEUU, tipo a tres meses		-	-	-		
S&P 500				+		+
EEUU, inflación		+			-	-
Crecimiento mundial		-				
Liquidez global		-			-	
FACTORES INSTITUCIONALES Y GEOPOLÍTICOS						
Estabilidad político-económica			-		+	
Calidad de gobierno						

FUENTE: Banco de España.

Resultados y discusión

A continuación se reportan los resultados de las estimaciones de una batería de modelos estimados para los tres tipos de flujos de capital. Además de estudiar su relación con cada uno de los grupos de variables explicativas descritas anteriormente por separado, también se realizan estimaciones combinando estas variables, dejando únicamente al margen las variables institucionales y geopolíticas, dado su escaso número de observaciones. Como ya se ha señalado, para analizar la posibilidad de que la creciente integración de los mercados haya generado un cambio en el patrón de comportamiento de la volatilidad de los flujos de capital, se realiza el estudio tanto para la muestra completa como para la submuestra de 2000 a 2006.

Por simplicidad, no se presentan los resultados de todas las estimaciones. El cuadro 3 muestra, a modo de resumen, los signos de las principales relaciones encontradas por tipo de flujo y grupo de variable explicativa para la muestra completa y para la muestra más reciente. Un aspecto relevante de estos resultados es que el signo de las variables explicativas significativas difiere según el período considerado y el tipo de flujo de capital, lo que muestra que no es posible inferir resultados homogéneos para el conjunto del período analizado y para los diferentes tipos de flujos. No obstante, un rasgo destacable del análisis es la creciente asociación de los factores globales con los tres tipos de flujos de capital durante la última década.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED)

La volatilidad de la IED ha venido asociada crecientemente en los últimos años con las variables de carácter global, lo que implica una menor efectividad de las políticas a nivel nacional destinadas a controlar la volatilidad de este flujo. Este hecho se puede interpretar como una prueba de que el proceso de globalización está afectando a la asignación de capital a nivel internacional. Así, mientras que mayores tipos de interés en Estados Unidos van asociados con flujos menos volátiles, en períodos con una inflación mayor se observa lo contrario, y los flujos son menos estables. Además, períodos más expansivos a nivel global, caracterizados por una mayor tasa de crecimiento mundial, van asociados con flujos de IED menos volátiles y períodos con más liquidez parecen incrementar la volatilidad.

No obstante, del análisis se infiere que aún existe cierto margen para el desarrollo de políticas destinadas a la estabilización de este tipo de flujos, ya que se observa una fuerte relación entre las variables nacionales y la volatilidad de la IED. En primer lugar, existe una relación no lineal entre el nivel de desarrollo económico y la volatilidad de la IED, tal y como se describe en la sección anterior. Además, aquellos países que han seguido una estrategia de autoaseguramiento a través de la acumulación de reservas internacionales tienen flujos de IED menos volátiles, especialmente en la última parte de la muestra, lo que se puede interpretar como un argumento a favor de esta política, al menos en términos de la estabilidad de la IED. Para la muestra más reciente, aquellos países con mayor grado de apertura comercial también han mostrado una IED menos estable. Asimismo, se observa una relación significativa respecto a los factores financieros nacionales, lo que implica un beneficio adicional en términos de mayor estabilidad de los flujos de IED asociado con las políticas destinadas a la ampliación y profundización de dichos mercados locales. Así, existe una relación negativa de la volatilidad de la IED con el indicador del tamaño del sistema bancario y positiva con el crédito privado, lo que se puede interpretar como un indicador de que procesos de sobrecalentamiento van asociados con flujos de IED más volátiles. Por último, el estudio muestra que los sistemas bancarios más competitivos, caracterizados por un diferencial entre el tipo de préstamos y depósitos menor, parecen asociarse con una IED más estable.

FLUJOS DE CARTERA

Igual que en caso de la IED, el análisis muestra una fuerte relación entre la volatilidad de los flujos de cartera y los factores globales: en concreto, con el tipo de interés en Estados Unidos y con el índice S&P 500. No obstante, a diferencia del caso anterior, la volatilidad de los flujos de cartera parece estar menos relacionada con factores macroeconómicos nacionales y únicamente muestra una relación significativa con el grado de dinamismo de la economía.

No obstante, como cabría esperar, los factores financieros nacionales sí que han desempeñado un papel importante en el comportamiento de la volatilidad de la inversión de cartera, sobre todo en la última parte de la muestra. Así, el desarrollo de los mercados de capitales, representado por su nivel de capitalización, está asociado con más volatilidad en estadios de desarrollo bajos y con menos volatilidad cuando dichos mercados sobrepasan un determinado umbral. Este resultado se invierte en el período más reciente. Así, el análisis muestra que desde 2000, cuanto mayor es el tamaño de los mercados, mayor es la volatilidad de los flujos de cartera. Este resultado podría estar reflejando la mayor integración financiera de los mercados internacionales y pone de manifiesto el hecho de que el desarrollo de los mercados de capitales ha coincidido con una creciente volatilidad de los flujos de cartera, como consecuencia de su enorme crecimiento. En la última parte de la muestra también se observa que aquellos países con un mayor nivel de intermediación bancaria parecen tener flujos menos volátiles, indicando que, en países donde la financiación se ha basado principalmente en el sistema bancario y ha sido menos dependiente de los mercados de capitales, la financiación a través de estos es más estable. Por último, en el caso de los flujos de cartera sí que se observa una relación entre su volatilidad y los indicadores de estabilidad político-económica, aunque esta relación no es significativa en la muestra más reciente. En resumen, la creciente relación en los últimos años de los factores globales, unida al hecho de que un mayor desarrollo de los mercados financieros nacionales no supone una garantía de mayor estabilidad de estos flujos, deja un escaso margen de actuación para las políticas destinadas a la estabilización de estos flujos, aunque la estabilidad político-económica pueda contribuir en este sentido.

FLUJOS BANCARIOS

La volatilidad de los flujos bancarios no parece muy relacionada con las variables macroeconómicas nacionales. No obstante, sí se identifica una relación positiva con la tasa de creci-

miento del PIB durante los últimos años, lo que coincide con el resultado de Neumann et ál. (2006). Encontramos una relación muy significativa y positiva entre inflación y volatilidad en los últimos años. Este resultado implicaría que, en países con un alto nivel de financiación bancaria, una política monetaria orientada al control de la inflación presenta un beneficio adicional en términos de menor volatilidad de estos flujos.

Se identifican relaciones más significativas entre la volatilidad de estos flujos y las variables financieras nacionales. Así, los datos muestran que los flujos son menos volátiles en países con menor competencia bancaria. Se encuentra, además, que los sistemas bancarios que otorgan más crédito están asociados con flujos más volátiles. Al igual que para los flujos de cartera, existe una relación positiva entre desarrollo de los mercados de capitales y volatilidad de los flujos bancarios en los últimos años de la muestra. No obstante, las variables globales también muestran una clara relación con la volatilidad de los flujos bancarios, en particular con el indicador de liquidez global, el índice S&P 500 y la inflación en Estados Unidos. Además, sorprendentemente, se obtiene que una mayor estabilidad político-económica está asociada con flujos más volátiles a lo largo de toda la muestra.

Conclusiones

En este trabajo se presenta evidencia acerca de los factores relacionados con el patrón observado de volatilidad para flujos hacia países emergentes de IED, cartera y flujos bancarios. Desde un punto de vista técnico, este trabajo contribuye a la literatura a través de la aplicación de una medida de volatilidad que solventa problemas de alisado de anteriores mediciones. Los resultados del análisis apuntan hacia una creciente asociación entre los factores globales y los flujos de capital durante la última década, especialmente en el caso de la IED. Este resultado limita el margen de las autoridades económicas para la implementación de políticas destinadas a la reducción de la volatilidad de los flujos de entrada de capital. Es más, las variables explicativas difieren según el período considerado y el tipo de flujo de capital, lo que supone un reto adicional para las autoridades, dada la escasez de variables asociadas con una disminución general de la volatilidad.

No obstante, a pesar de la creciente importancia de los factores globales, se pueden extraer algunas implicaciones de factores vinculados con una menor volatilidad a nivel nacional según el tipo de flujo. Así, los resultados muestran una clara asociación entre las variables nacionales, tanto financieras como macroeconómicas, y la volatilidad de la IED. Este resultado enfatiza la importancia del desarrollo macroeconómico, la acumulación de reservas y el grado de desarrollo de los sistemas financieros nacionales para la estabilización de estos flujos. Respecto a la volatilidad de los flujos de cartera —cuya evolución ha sido especialmente acusada en los últimos años—, como cabría esperar, los factores financieros nacionales sí que habrían desempeñado un papel importante en su evolución, mientras que los factores macroeconómicos nacionales han sido menos relevantes. Finalmente, en cuanto a los flujos bancarios, se identifica una relación muy significativa y positiva entre inflación y volatilidad, lo que enfatiza la importancia de una política monetaria orientada al control de la inflación. Además, el desarrollo de los mercados financieros nacionales también habría contribuido a la estabilización de estos flujos.

Este trabajo aporta algunas conclusiones que se pueden tener en cuenta en el actual contexto en que las turbulencias financieras están afectando considerablemente al volumen y a la volatilidad de los flujos de capital, con un considerable aumento de los flujos de salida de las economías emergentes. Pese a la creciente relevancia de los factores globales, existe cierto margen para el desarrollo de políticas encaminadas a la estabilización de los flujos de capital, basadas en el desarrollo de los mercados financieros nacionales, la estabilidad político-económica o la acumulación de reservas, entre otros factores. No obstante, la combinación de

estos elementos depende del país y del período analizado. Por tanto, elementos clave en los próximos meses para las economías emergentes serán los desarrollos relacionados con la estabilidad de los flujos de capital, en un contexto de crisis global, y las posibles respuestas de política destinadas a su estabilización.

15.12.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO, L., S. KALEMLI-OZCAN y V. VOLOSOVYCH (2005). *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*, NBER Working Paper n.º 11696.
- BRONER, F., y R. RIGOBON (2005). *Why are Capital Flows so Much More Volatile in Emerging than in Developed Countries?*, Central Bank of Chile Working Papers, n.º 328.
- BROTO, C., J. DÍAZ-CASSOU y A. ERCE-DOMÍNGUEZ (2008). *Measuring and Explaining the Volatility of Capital Flows Towards Emerging Countries*, Documentos de Trabajo, n.º 0817, Banco de España.
- CAPORELLO, G., y A. MARAVALL (2004). *Program TSW. Revised Manual. Version May 2004*, Documentos Ocasionales, n.º 0408, Banco de España.
- ENGLE, R., y J. GONZALO-RANGEL (2008). «The spline GARCH model for unconditional volatility and its global macroeconomic causes», *Review of Financial Studies*, 21, pp. 1187-1222.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2007). *Global Financial Stability Report*, capítulo III.
- MARTIN, P., y H. REY (2006). «Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?», *The American Economic Review*, 96, pp. 1631-1651.
- NEUMANN, R. M., R. PENL y A. TANKU (2006). *Volatility of Capital Flows and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently?*, mimeo, Universidad de Wisconsin.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en la Red (<http://www.bde.es/estadis/cdoe/cero.htm>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 8*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Ramas de actividad. España 9*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 10*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal
y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo
en mercados nacionales 15*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no
energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 20*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona
del euro 22*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro 23*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 25*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 29*
- 4.6 Convenios colectivos. España 30*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España ¹	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 62*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 63*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

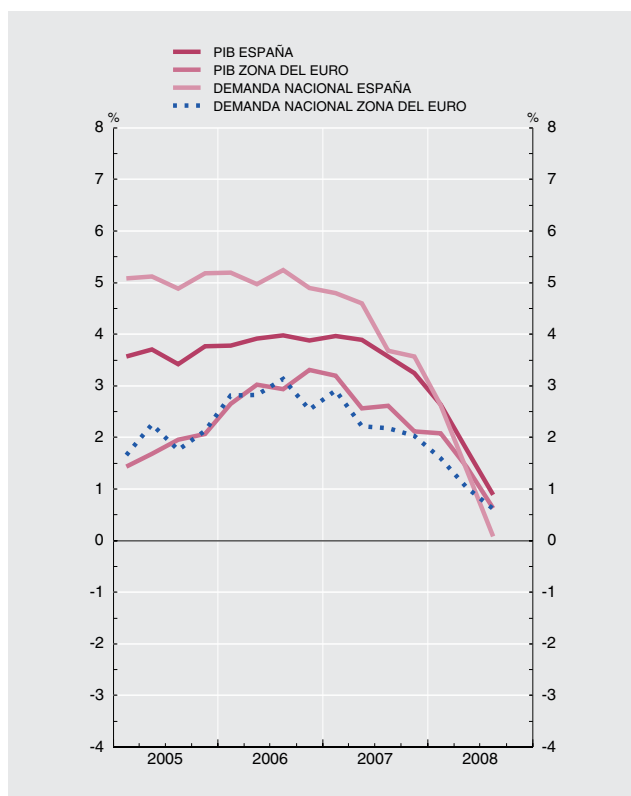
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	P	3,6	1,8	4,2	1,8	5,5	1,5	7,0	3,4	5,1	1,9	2,5	5,2	7,7	5,8	909	8 057
06	P	3,9	3,0	3,9	2,0	4,6	1,9	7,1	5,8	5,1	2,8	6,7	8,5	10,3	8,4	982	8 458
07	P	3,7	2,6	3,5	1,6	4,9	2,3	5,3	4,2	4,2	2,3	4,9	5,9	6,2	5,4	1 051	8 910
05 / IV	P	3,8	2,1	4,1	1,6	5,7	1,6	7,6	4,7	5,2	2,1	3,7	6,0	8,7	6,4	234	2 048
06 /	P	3,8	2,7	4,1	2,0	4,9	2,2	7,4	4,9	5,2	2,7	6,7	9,1	11,2	9,8	239	2 072
II	P	3,9	3,0	3,9	2,0	4,3	1,5	6,9	6,3	5,0	3,0	7,4	8,6	10,4	8,3	243	2 106
III	P	4,0	2,9	3,7	1,8	4,6	1,6	7,8	5,6	5,2	2,9	5,6	6,9	9,6	7,6	248	2 127
IV	P	3,9	3,3	3,9	2,4	4,5	2,3	6,5	6,3	4,9	3,3	7,2	9,4	10,0	7,6	252	2 153
07 /	P	4,0	3,2	3,8	1,6	5,3	2,3	6,6	6,5	4,8	3,2	3,3	6,7	6,1	6,1	257	2 194
II	P	3,9	2,6	4,1	1,8	5,0	2,3	5,8	3,5	4,6	2,6	3,9	6,0	6,2	5,3	261	2 218
III	P	3,6	2,6	3,1	1,8	4,8	2,4	4,6	3,6	3,7	2,6	8,2	7,2	7,6	6,3	264	2 241
IV	P	3,2	2,1	2,9	1,2	4,4	2,1	4,5	3,2	3,6	2,1	4,0	3,9	4,9	3,8	268	2 257
08 /	P	2,6	2,1	2,1	1,2	3,6	1,4	2,8	3,7	2,6	2,1	4,4	5,3	4,0	4,2	272	2 292
II	P	1,8	1,4	1,1	0,4	4,9	2,0	-0,2	2,5	1,4	1,4	4,2	3,9	2,4	3,0	274	2 306
III	P	0,9	0,6	0,1	-0,0	5,9	2,3	-3,2	0,9	0,1	0,6	1,5	2,4	-1,1	2,5	276	2 312

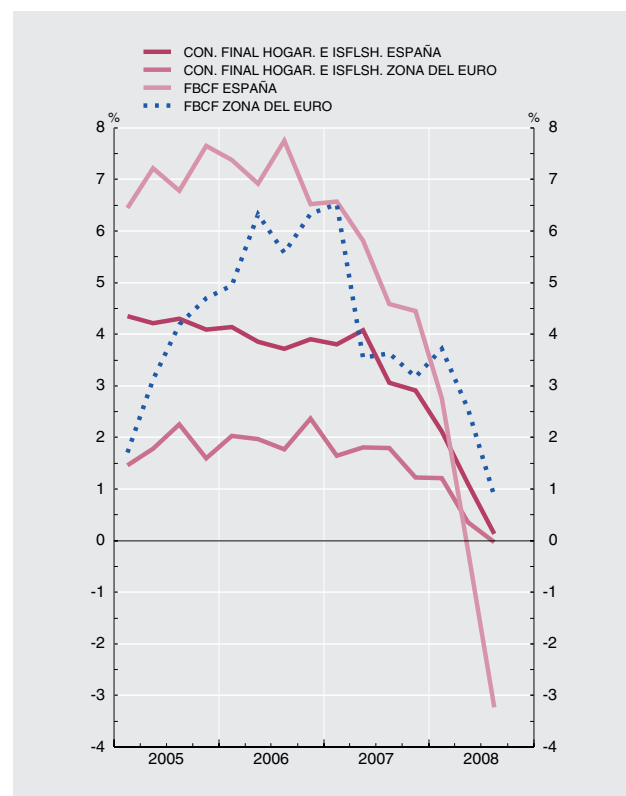
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

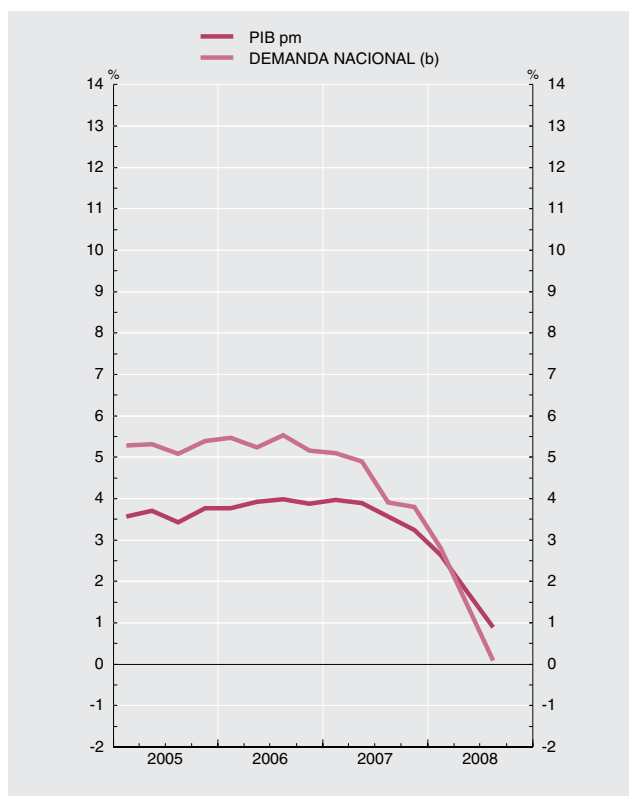
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

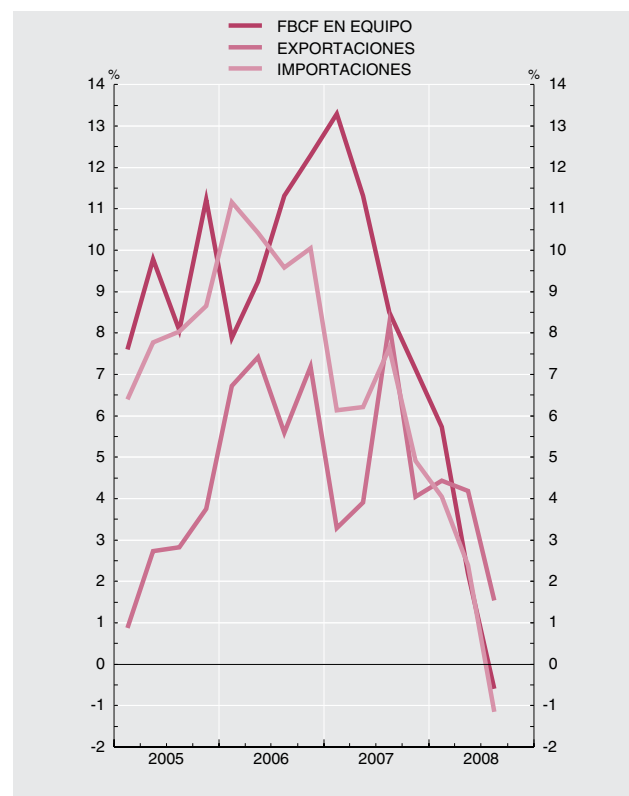
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	P	7,0	9,2	6,1	7,1	-0,1	2,5	1,1	2,3	9,5	7,7	7,3	20,6	7,2	5,3	3,6
06	P	7,1	10,2	5,9	7,1	0,2	6,7	6,7	1,6	12,2	10,3	10,3	5,9	11,2	5,3	3,9
07	P	5,3	10,0	3,8	3,9	-0,1	4,9	4,3	0,1	11,9	6,2	4,8	7,2	12,8	4,4	3,7
05 / IV	P	7,6	11,2	6,2	7,5	-0,1	3,7	3,7	2,0	5,6	8,7	9,0	15,5	5,8	5,4	3,8
06 /	P	7,4	7,9	6,7	9,0	0,0	6,7	7,3	2,7	8,7	11,2	11,1	3,5	12,9	5,5	3,8
II	P	6,9	9,2	6,1	6,4	0,2	7,4	7,7	2,8	10,9	10,4	10,0	6,9	13,3	5,2	3,9
III	P	7,8	11,3	6,1	8,4	0,5	5,6	6,2	1,0	7,6	9,6	10,6	7,6	5,3	5,5	4,0
IV	P	6,5	12,3	4,7	4,6	0,2	7,2	5,6	0,0	21,6	10,0	9,5	5,6	13,7	5,2	3,9
07 /	P	6,6	13,3	5,1	2,4	-0,1	3,3	2,5	0,3	9,6	6,1	5,3	10,0	9,2	5,1	4,0
II	P	5,8	11,3	4,2	3,7	-0,1	3,9	4,0	-0,4	7,7	6,2	4,9	8,2	12,0	4,9	3,9
III	P	4,6	8,5	3,3	3,6	-0,1	8,2	6,0	-0,1	26,2	7,6	5,7	6,1	17,8	3,9	3,6
IV	P	4,5	7,1	2,9	6,0	-0,0	4,0	4,6	0,4	5,2	4,9	3,5	4,5	12,1	3,8	3,2
08 /	P	2,8	5,7	0,4	6,6	0,1	4,4	4,1	-0,2	9,8	4,0	4,7	2,7	1,2	2,8	2,6
II	P	-0,2	2,2	-2,3	3,7	-0,0	4,2	4,7	-1,0	6,7	2,4	2,9	-4,6	1,6	1,5	1,8
III	P	-3,2	-0,6	-6,4	3,5	-0,1	1,5	3,0	-3,9	0,4	-1,1	-1,0	-1,6	-1,6	0,1	0,9

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

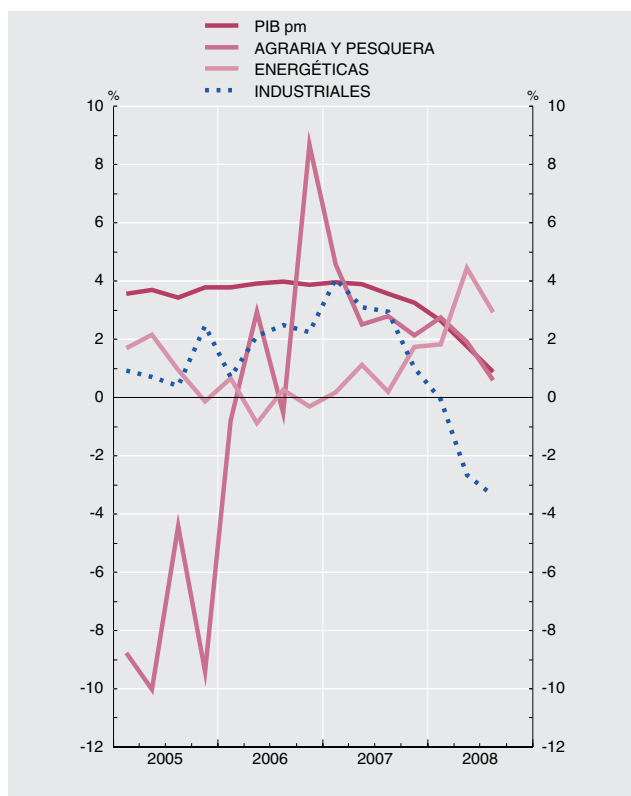
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

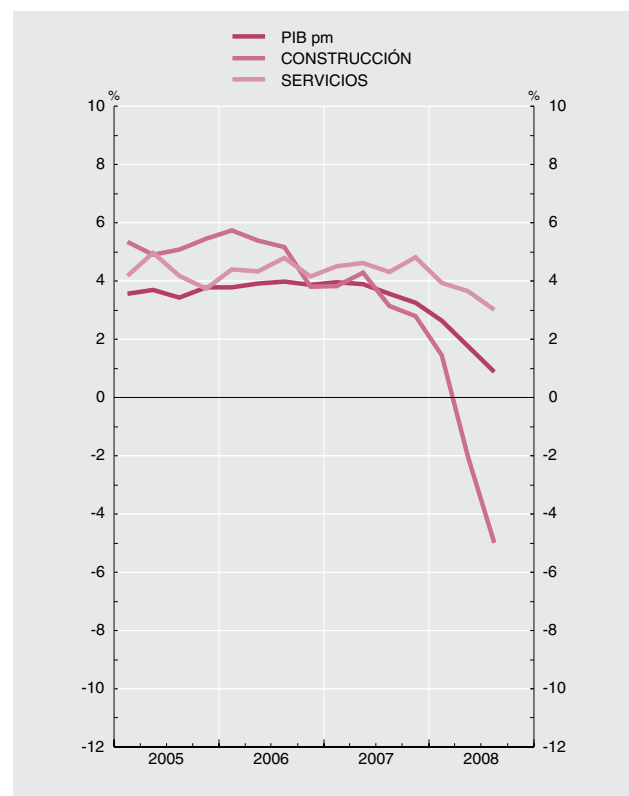
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción				IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
05	P	3,6	-8,2	1,2	1,1	5,2	4,3	4,3	3,9	5,5	4,9	7,3
06	P	3,9	2,5	-0,1	1,9	5,0	4,4	4,5	4,0	4,2	6,9	2,8
07	P	3,7	3,0	0,8	2,8	3,5	4,6	4,6	4,4	2,8	3,3	-2,3
05 IV	P	3,8	-9,4	-0,1	2,5	5,5	3,7	3,8	3,6	5,4	8,1	16,1
06 I	P	3,8	-0,8	0,7	0,7	5,7	4,4	4,5	3,9	5,2	11,3	3,2
II	P	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4
III	P	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4
IV	P	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,2	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9
07 I	P	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9
II	P	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4
III	P	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1
IV	P	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6
08 I	P	2,6	2,7	1,8	-0,1	1,5	3,9	3,8	4,4	1,3	-1,3	-1,8
II	P	1,8	1,9	4,4	-2,7	-2,1	3,6	3,3	4,8	0,9	-5,1	-1,2
III	P	0,9	0,6	2,9	-3,4	-5,0	3,0	2,4	5,3	-0,1	-14,2	0,2

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

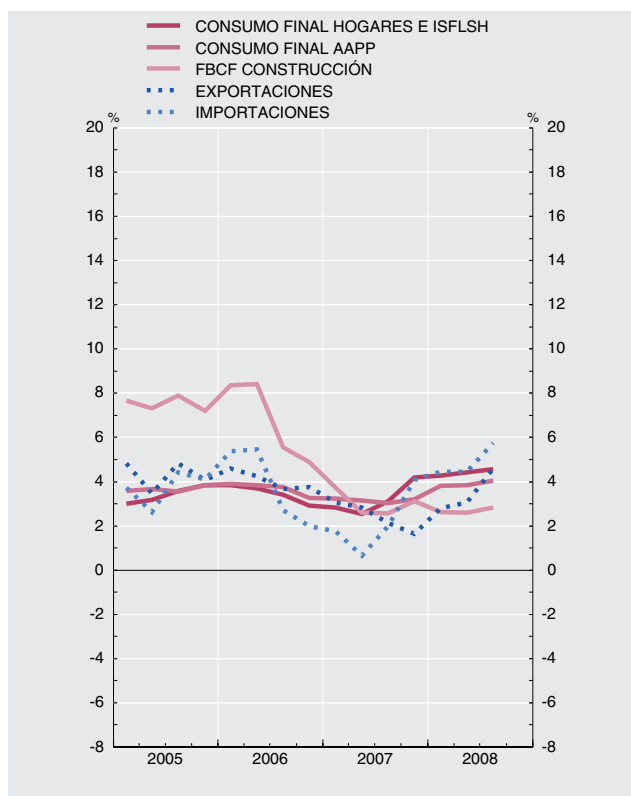
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

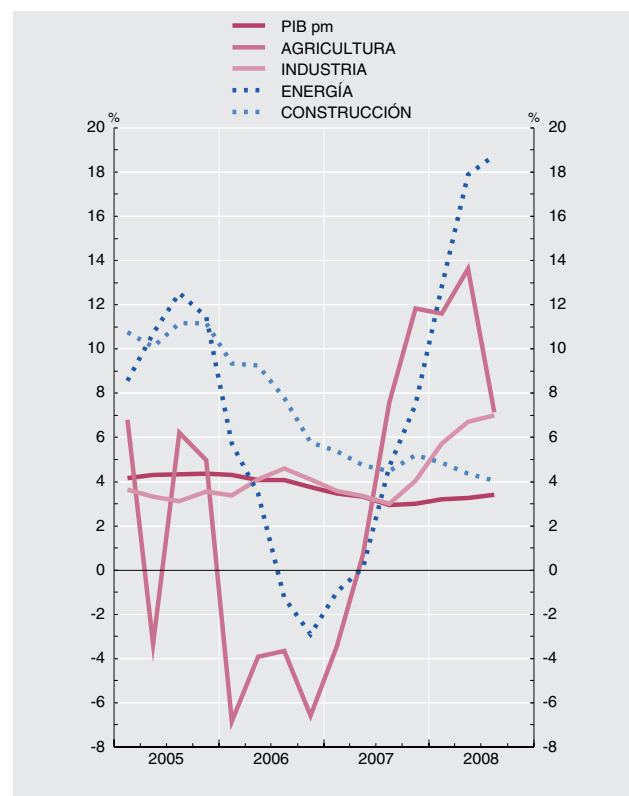
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes de equipo	Construcción-	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	P	3,4	3,7	2,7	7,5	4,7	4,3	3,7	4,3	3,5	10,8	3,4	10,8	2,9	2,7
06	P	3,4	3,7	2,0	6,7	4,9	4,0	3,8	4,0	-5,3	1,2	4,1	8,0	3,1	2,8
07	P	3,2	3,2	1,7	3,0	3,2	2,4	2,1	3,2	4,2	2,8	3,5	4,9	3,3	3,1
05 IV	P	3,9	3,8	2,9	7,2	4,5	4,1	4,1	4,4	5,0	11,4	3,6	11,2	3,4	3,3
06 I	P	3,8	3,9	2,7	8,3	5,2	4,6	5,4	4,3	-6,8	5,7	3,4	9,3	2,9	2,7
II	P	3,7	3,9	2,4	8,4	5,5	4,2	5,5	4,1	-3,9	3,5	4,1	9,3	3,5	3,4
III	P	3,4	3,8	1,7	5,6	5,0	3,7	2,7	4,1	-3,7	-1,2	4,6	7,8	3,1	2,9
IV	P	2,9	3,3	1,4	4,9	4,1	3,7	2,0	3,8	-6,6	-2,9	4,1	5,8	2,8	2,5
07 I	P	2,9	3,2	1,9	3,7	3,7	3,0	1,7	3,5	-3,5	-1,0	3,6	5,4	3,0	2,8
II	P	2,6	3,1	1,7	2,6	2,7	2,8	0,7	3,3	0,7	0,1	3,3	4,7	2,9	2,7
III	P	3,1	3,0	1,3	2,6	2,7	2,1	2,0	3,0	7,6	4,7	3,0	4,5	3,3	3,1
IV	P	4,2	3,2	2,1	3,1	3,5	1,7	4,1	3,0	11,8	7,5	4,0	5,2	3,9	3,9
08 I	P	4,3	3,8	2,4	2,6	2,9	2,8	4,4	3,2	11,6	12,8	5,7	4,8	4,2	4,3
II	P	4,4	3,8	1,8	2,6	1,6	3,0	4,5	3,3	13,6	17,9	6,7	4,4	4,9	5,2
III	P	4,6	4,0	2,1	2,8	1,2	4,6	5,8	3,4	7,1	18,8	7,0	4,0	5,0	5,3

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

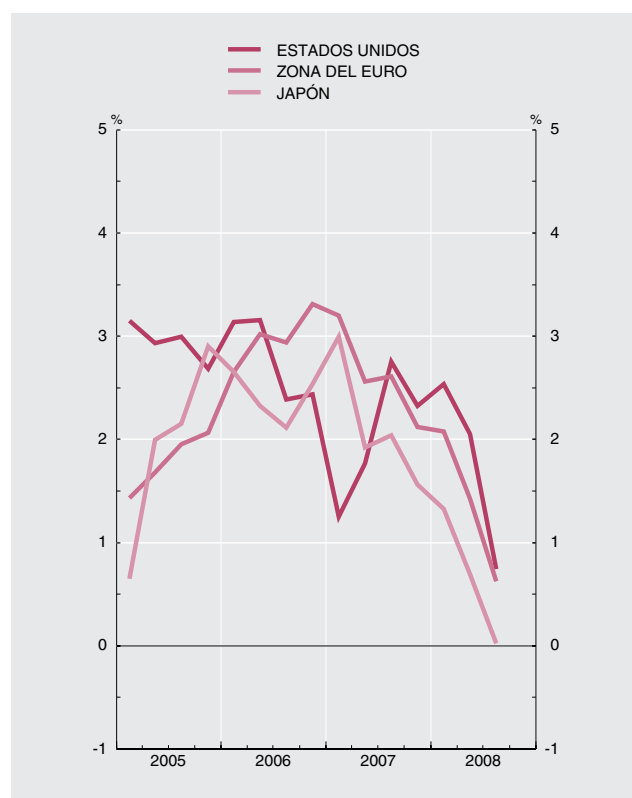
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

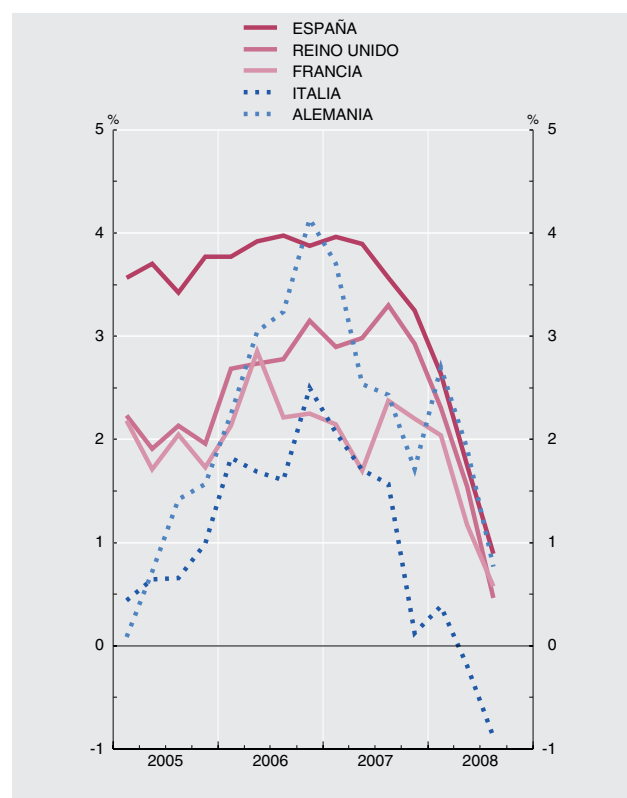
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	2,7	2,0	1,8	0,9	3,6	2,9	1,9	0,7	1,9	2,1
06	3,2	3,2	3,0	3,2	3,9	2,8	2,4	1,9	2,4	2,8
07	2,7	2,9	2,6	2,6	3,7	2,0	2,1	1,4	2,1	3,0
05 III	2,8	2,2	2,0	1,4	3,4	3,0	2,0	0,7	2,2	2,1
IV	2,9	2,3	2,1	1,6	3,8	2,7	1,7	1,0	2,9	2,0
06 I	3,3	2,9	2,7	2,2	3,8	3,1	2,1	1,8	2,7	2,7
II	3,4	3,2	3,0	3,0	3,9	3,2	2,9	1,7	2,3	2,7
III	3,0	3,2	2,9	3,2	4,0	2,4	2,2	1,6	2,1	2,8
IV	3,0	3,5	3,3	4,1	3,9	2,4	2,2	2,5	2,5	3,2
07 I	2,6	3,3	3,2	3,7	4,0	1,3	2,1	2,1	3,0	2,9
II	2,5	2,8	2,6	2,5	3,9	1,8	1,7	1,7	1,9	3,0
III	2,9	2,9	2,6	2,4	3,6	2,8	2,4	1,6	2,0	3,3
IV	2,6	2,5	2,1	1,7	3,2	2,3	2,2	0,1	1,6	2,9
08 I	2,5	2,3	2,1	2,7	2,6	2,5	2,0	0,4	1,3	2,3
II	1,9	1,7	1,4	1,9	1,8	2,1	1,2	-0,2	0,7	1,5
III	...	0,8	0,6	0,8	0,9	0,7	0,6	-0,9	0,0	0,5

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

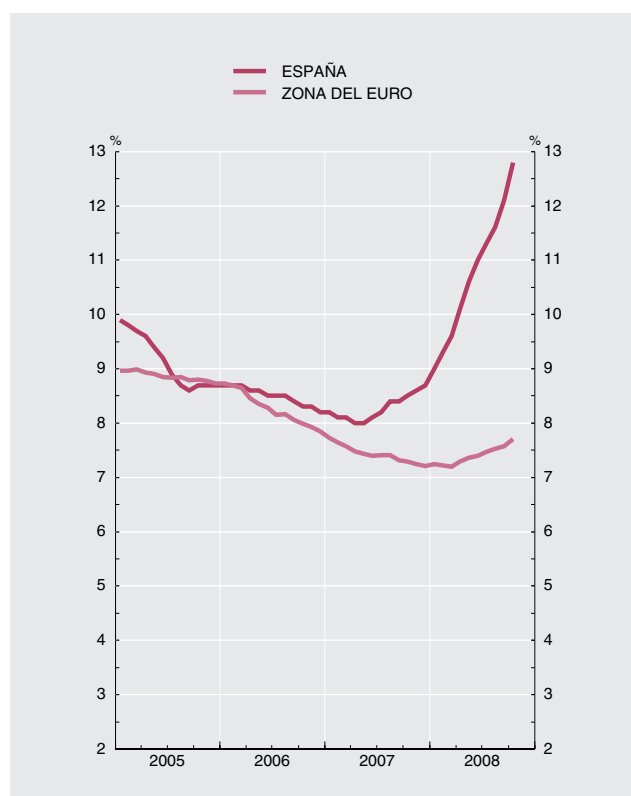
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

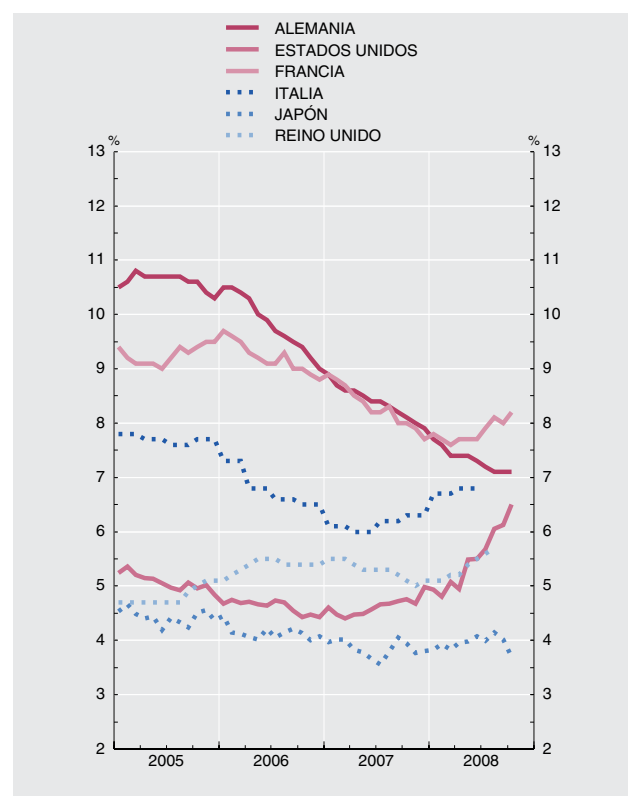
Porcentajes

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	6,7	8,9	8,9	10,6	9,2	5,1	9,3	7,7	4,4	4,8
06	6,1	8,2	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,4
07	5,6	7,1	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,2	3,8	5,3
07 May	5,6	7,2	7,4	8,5	8,0	4,5	8,4	6,0	3,8	5,3
Jun	5,6	7,1	7,4	8,4	8,1	4,6	8,2	6,0	3,7	5,3
Jul	5,6	7,1	7,4	8,4	8,2	4,7	8,2	6,2	3,6	5,3
Ago	5,6	7,1	7,4	8,3	8,4	4,7	8,3	6,2	3,8	5,3
Sep	5,6	7,0	7,3	8,2	8,4	4,7	8,0	6,2	4,1	5,2
Oct	5,6	6,9	7,3	8,1	8,5	4,8	8,0	6,3	4,0	5,1
Nov	5,5	6,9	7,3	8,0	8,6	4,7	7,9	6,3	3,8	5,0
Dic	5,6	6,8	7,2	7,9	8,7	5,0	7,7	6,3	3,8	5,1
08 Ene	5,5	6,8	7,2	7,7	9,0	4,9	7,8	6,7	3,8	5,1
Feb	5,5	6,8	7,2	7,6	9,3	4,8	7,7	6,7	3,9	5,1
Mar	5,6	6,8	7,2	7,4	9,6	5,1	7,6	6,7	3,8	5,2
Abr	5,6	6,8	7,3	7,4	10,1	5,0	7,7	6,8	4,0	5,2
May	5,8	6,9	7,4	7,4	10,6	5,5	7,7	6,8	4,0	5,4
Jun	5,8	6,9	7,4	7,3	11,0	5,5	7,7	6,8	4,1	5,5
Jul	5,9	6,9	7,5	7,2	11,3	5,7	7,9	...	4,0	5,6
Ago	6,0	7,0	7,5	7,1	11,6	6,1	8,1	...	4,2	5,7
Sep	6,1	7,0	7,6	7,1	12,1	6,1	8,0	...	4,0	...
Oct	6,2	7,1	7,7	7,1	12,8	6,5	8,2	...	3,7	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

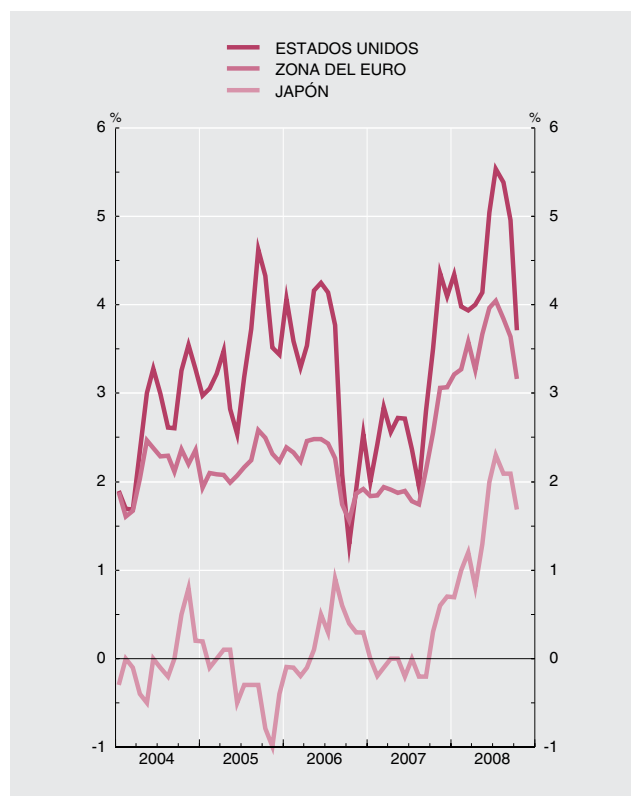
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
04	2,4	2,3	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
05	2,6	2,3	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
06	2,6	2,3	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
07	2,5	2,4	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3
07 Jun	2,4	2,2	1,9	2,0	2,5	2,7	1,3	1,9	-0,2	2,4
Jul	2,1	2,0	1,8	2,0	2,3	2,4	1,2	1,7	-	1,9
Ago	1,9	1,9	1,7	2,0	2,2	1,9	1,3	1,7	-0,2	1,7
Sep	2,4	2,3	2,1	2,7	2,7	2,8	1,6	1,7	-0,2	1,7
Oct	2,9	2,7	2,6	2,7	3,6	3,5	2,1	2,3	0,3	2,0
Nov	3,5	3,1	3,1	3,3	4,1	4,4	2,6	2,6	0,6	2,1
Dic	3,4	3,2	3,1	3,1	4,3	4,1	2,8	2,8	0,7	2,1
08 Ene	3,5	3,4	3,2	2,9	4,4	4,3	3,2	3,1	0,7	2,2
Feb	3,4	3,5	3,3	3,0	4,4	4,0	3,2	3,1	1,0	2,5
Mar	3,5	3,7	3,6	3,3	4,6	3,9	3,5	3,6	1,2	2,4
Abr	3,5	3,6	3,3	2,6	4,2	4,0	3,4	3,6	0,8	3,0
May	3,8	4,0	3,7	3,1	4,7	4,1	3,7	3,7	1,3	3,3
Jun	4,4	4,2	4,0	3,4	5,1	5,0	4,0	4,0	2,0	3,8
Jul	4,9	4,4	4,0	3,5	5,3	5,5	4,0	4,0	2,3	4,4
Ago	4,7	4,3	3,8	3,3	4,9	5,4	3,5	4,2	2,1	4,8
Sep	4,5	4,2	3,6	3,0	4,6	5,0	3,3	3,9	2,1	5,2
Oct	3,7	3,7	3,2	2,5	3,6	3,7	3,0	3,6	1,7	4,5
Nov	...	...	...	...	2,4	...	...	2,7	...	...

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

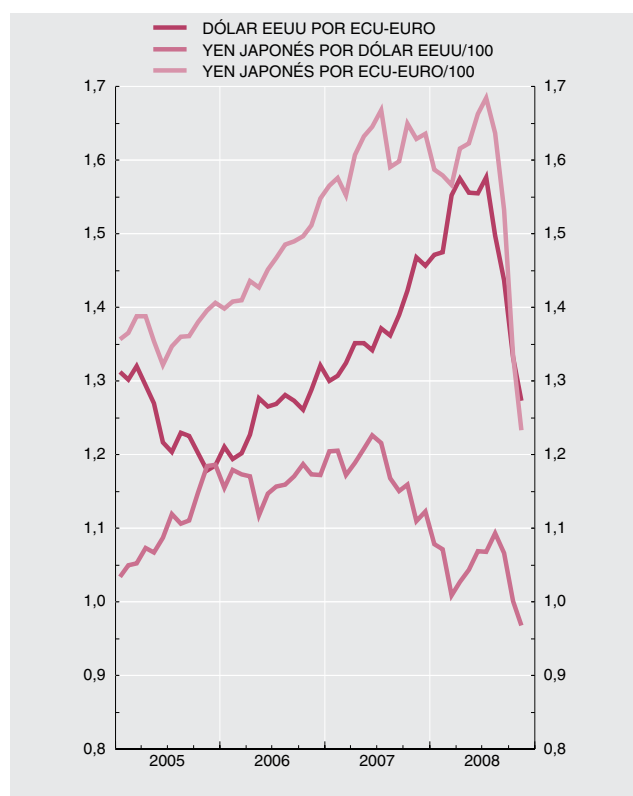
2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

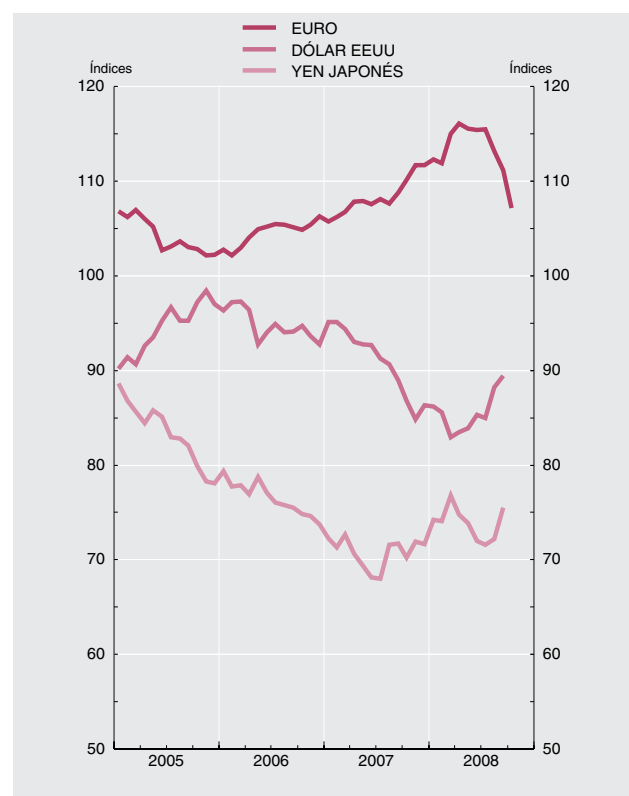
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,9	104,2	94,5	83,3	102,5	96,2	83,4
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,8	93,9	104,6	94,8	76,5	103,0	96,3	77,2
07	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,3	89,0	108,3	91,0	70,8	106,8	92,6	71,9
07 E-N	1,3630	161,05	118,25	107,4	82,7	88,8	108,0	91,4	70,7	106,5	92,9	71,8
08 E-N	1,4823	155,07	104,49	112,8	77,7	98,0	113,3	85,6	73,9	110,6	88,2	74,4
07 Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,4	108,8	89,0	71,7	107,5	90,8	72,9
Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,3	88,4	110,1	86,8	70,2	108,7	89,1	71,4
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,2	111,7	84,9	71,9	109,9	88,1	72,8
Dic	1,4570	163,55	112,26	111,2	77,9	90,8	111,7	86,4	71,6	110,0	88,9	72,7
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,0	77,1	94,3	112,3	86,2	74,2	110,4	88,2	75,2
Feb	1,4748	157,97	107,12	111,8	76,7	94,7	111,9	85,6	74,1	110,4	87,9	75,2
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,6	74,0	98,5	115,0	82,9	76,8	112,8	85,9	77,4
Abr	1,5751	161,56	102,66	116,0	74,4	96,5	116,1	83,5	74,8	113,8	86,3	75,5
May	1,5557	162,31	104,34	115,5	74,7	95,3	115,5	83,9	73,9	112,8	87,6	74,2
Jun	1,5553	166,26	106,91	115,4	75,5	93,1	115,4	85,3	72,0	112,2	88,9	72,3
Jul	1,5770	168,45	106,83	115,8	75,0	92,6	115,5	85,0	71,6	112,2	89,2	72,3
Ago	1,4975	163,63	109,28	113,5	78,2	92,9	113,2	88,2	72,2	109,8	91,9	73,5
Sep	1,4370	153,20	106,62	111,6	79,4	97,3	111,2	89,4	75,5	107,7	...	...
Oct	1,3322	133,52	100,11	107,6	83,7	108,2	107,2	...	...	103,6	...	...
Nov	1,2732	123,28	96,82	106,8	86,1	114,6	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (hasta 1999) y de 1999 a 2001 (a partir de 1999), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

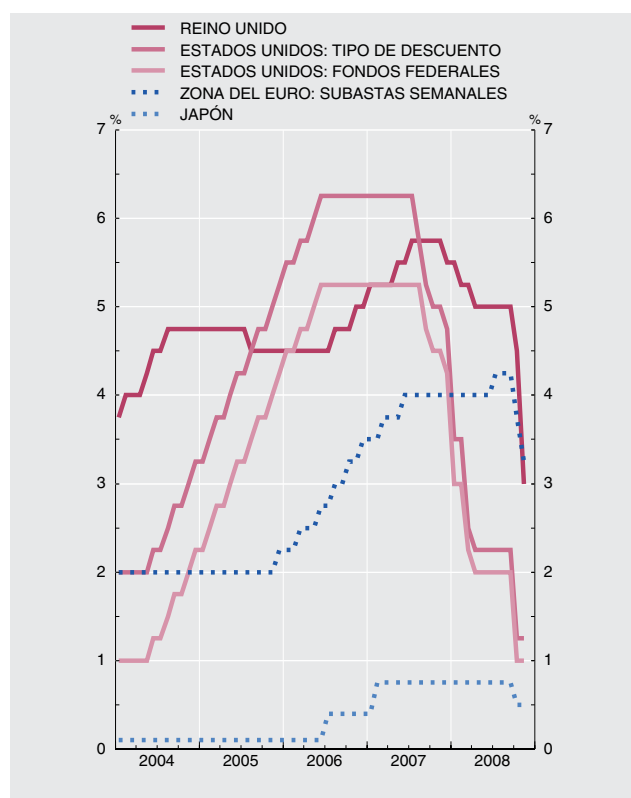
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos Centrales Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

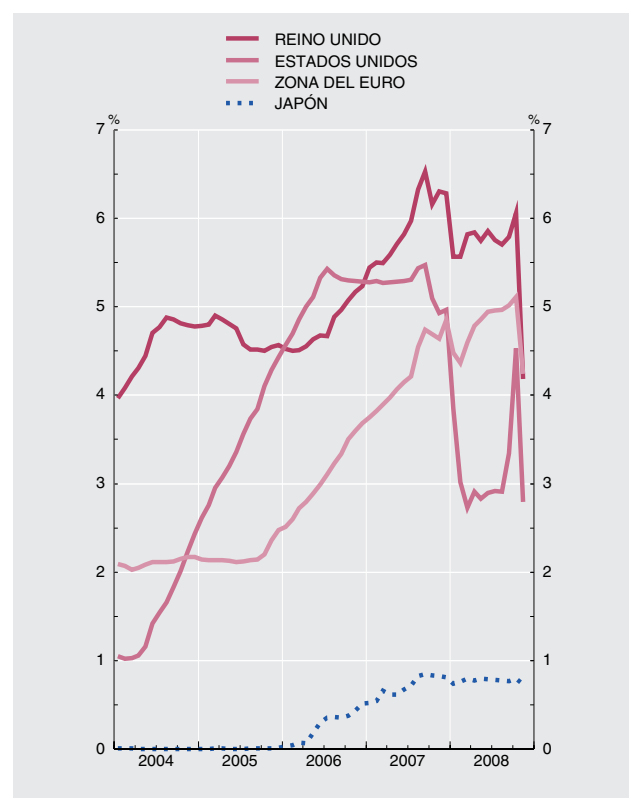
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
06	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
07	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
07 Jun	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
Jul	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
Sep	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
Oct	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
Nov	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
Dic	4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28
08 Ene	4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
Feb	4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
Mar	4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,78	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,82
Abr	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
May	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
Jun	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85
Jul	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,08	4,96	-	-	2,92	-	-	0,78	5,76
Ago	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,52	5,07	4,97	-	-	2,91	-	-	0,77	5,70
Sep	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,72	5,13	5,02	-	-	3,35	-	-	0,77	5,79
Oct	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
Nov	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

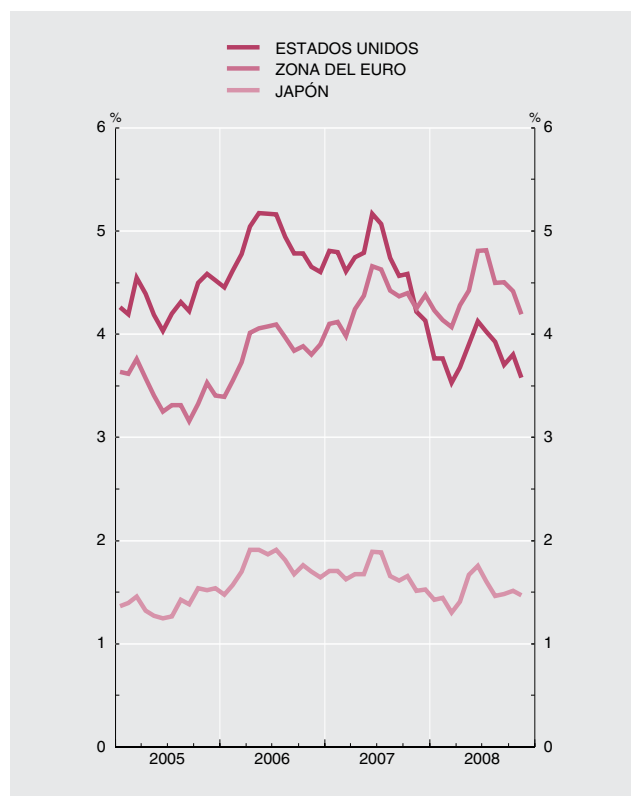
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

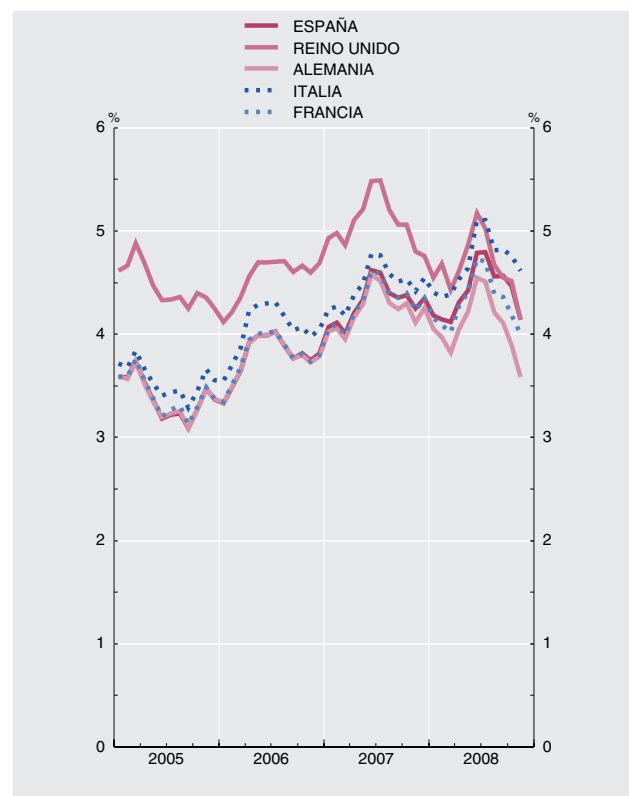
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
07	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
07 Jun	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49
Jul	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49
Ago	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20
Sep	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06
Oct	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06
Nov	3,87	4,33	4,25	4,11	4,25	4,22	4,23	4,42	1,51	4,80
Dic	3,87	4,43	4,38	4,25	4,35	4,13	4,35	4,55	1,53	4,76
08 Ene	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55
Feb	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68
Mar	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43
Abr	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62
May	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86
Jun	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17
Jul	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02
Ago	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67
Sep	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54
Oct	3,66	4,31	4,42	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52
Nov	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

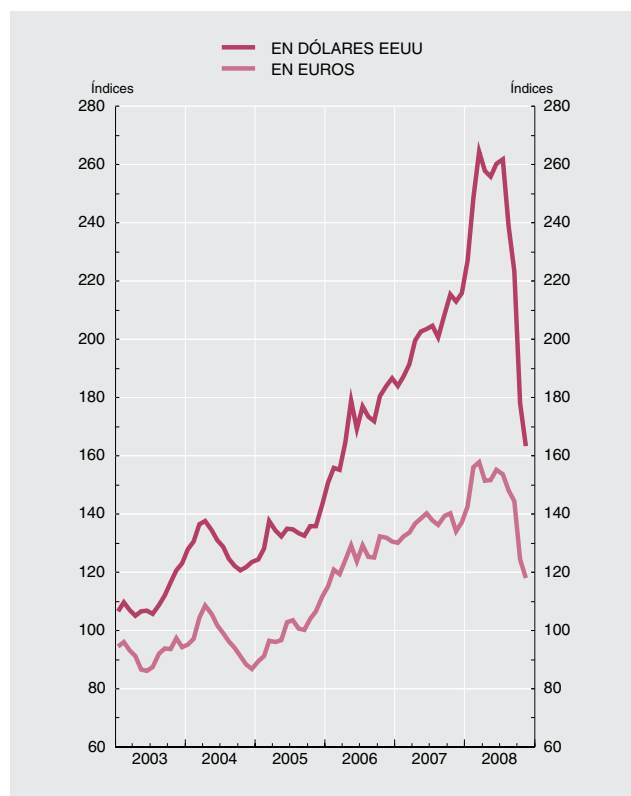
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

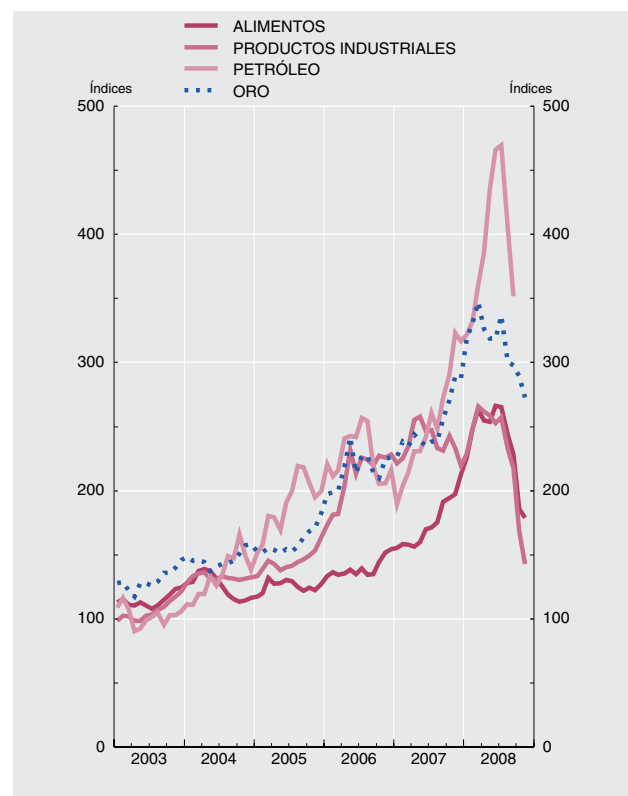
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
07 E-N	136,3	201,0	171,6	239,1	161,1	281,6	246,2	71,3	246,2	686,9	16,18
08 E-N	145,8	234,5	237,7	230,4	182,3	256,8	...	102,5	314,3	876,8	19,03
07 Oct	140,1	215,3	194,2	242,7	168,4	283,3	291,0	82,8	270,5	754,6	17,05
Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	323,3	93,1	289,0	806,2	17,65
Dic	137,1	215,7	212,8	219,5	176,1	243,2	316,7	91,5	287,9	803,2	17,77
08 Ene	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42
Feb	156,1	248,4	248,4	248,5	190,4	280,3	332,0	95,8	330,6	922,3	20,11
Mar	157,9	264,3	263,4	265,5	193,7	304,9	360,7	104,3	347,1	968,4	20,06
Abr	151,5	257,9	254,8	261,9	191,4	300,4	386,2	108,7	326,1	909,7	18,57
May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	434,8	123,0	318,6	888,7	18,39
Jun	155,2	260,3	266,2	252,6	204,1	279,2	465,8	132,0	318,8	889,5	18,39
Jul	153,6	261,8	265,3	257,2	203,4	286,7	469,5	133,0	336,9	939,8	19,17
Ago	148,0	239,0	243,8	232,9	190,6	256,0	405,8	114,2	300,8	839,0	18,00
Sep	144,3	223,4	228,3	217,0	181,0	236,7	351,7	98,1	297,5	829,9	18,56
Oct	124,4	178,1	185,7	168,2	141,3	183,0	...	72,0	289,1	806,6	19,48
Nov	118,1	163,2	178,9	143,0	127,5	151,4	...	52,7	272,7	760,9	19,20

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

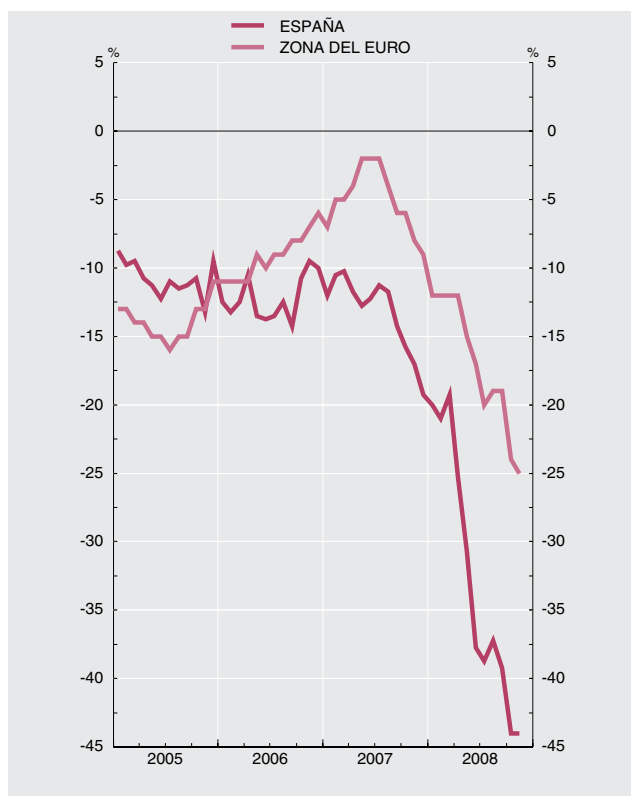
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

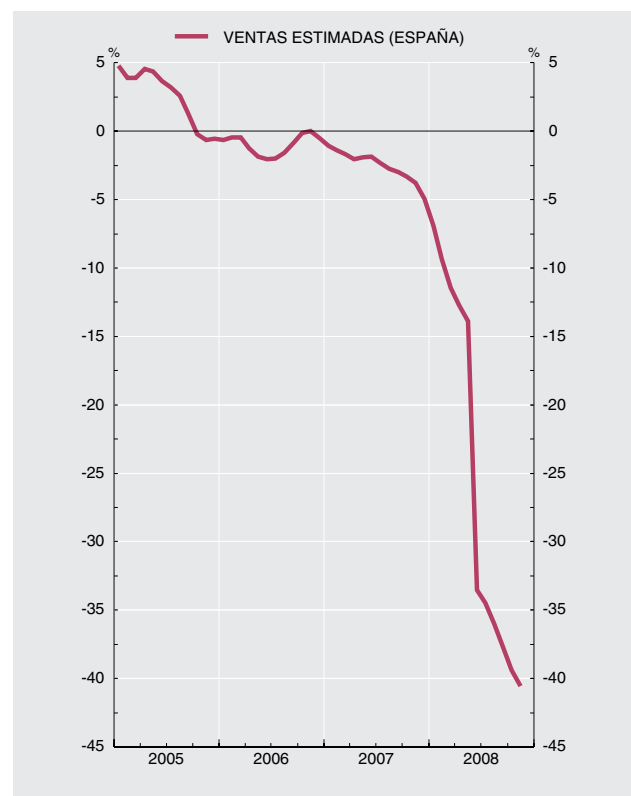
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que			Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado	Ventas estimadas		Matriculaciones	Nominal	Del cual		Alimentación (b)		Resto (c)
													Deflactado (a)	Grandes superficies (a)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	0,9	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,5
06		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,2	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,6
07	P	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,3	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9
07 E-N	P	-13	-11	-3	-12	-5	1	-1,9	-2,6	-1,9	-0,7	5,1	3,1	2,3	1,6	4,0	1,1
08 E-N	A	-32	-32	-20	-27	-17	-6	-25,6	-28,5	-26,0	...	...	...	...	...	...	...
07 Dic	P	-19	-19	-10	-17	-9	1	1,0	1,9	6,3	4,0	2,1	-2,2	-1,7	-2,3	-2,1	-1,2
08 Ene	P	-20	-20	-8	-13	-12	-3	-16,7	-22,1	-12,7	-1,4	2,8	-1,7	-1,7	-0,3	-2,4	0,6
Feb	P	-21	-21	-12	-23	-12	1	1,2	-9,0	0,7	5,7	5,3	0,6	1,3	3,1	-1,1	-0,1
Mar	P	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-4,9	-4,5	-8,8	-7,8	-5,2	-11,3	-2,1
Abr	P	-25	-23	-15	-34	-12	-5	1,4	-1,4	1,5	2,2	4,3	-0,3	-2,4	1,2	-1,2	-2,1
May	P	-31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-10,0	-0,5	-5,3	-2,5	-	-8,6	-0,3
Jun	P	-38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	-6,6	-4,8	-9,9	-11,6	-6,7	-12,0	-2,1
Jul	P	-39	-38	-28	-26	-20	-9	-26,5	-28,6	-27,4	-8,8	0,8	-4,9	-4,7	-1,2	-7,1	-1,9
Ago	P	-37	-39	-24	-35	-19	-10	-39,7	-40,0	-41,3	-8,7	-2,8	-7,7	-7,5	-3,9	-10,7	-1,8
Sep	A	-39	-36	-25	-33	-19	-8	-31,7	-31,8	-32,2	-9,7	-1,0	-5,5	-5,7	-3,1	-7,2	-1,7
Oct	A	-44	-44	-30	-30	-24	-13	-39,0	-38,6	-40,0	-14,3	-3,9	-6,9	-6,9	-3,1	-9,3	-2,4
Nov	A	-44	-42	-26	-26	-25	-13	-48,7	-47,9	-49,6	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general. Desde enero de 2003, INE.

b. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero de 2003, INE.

c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

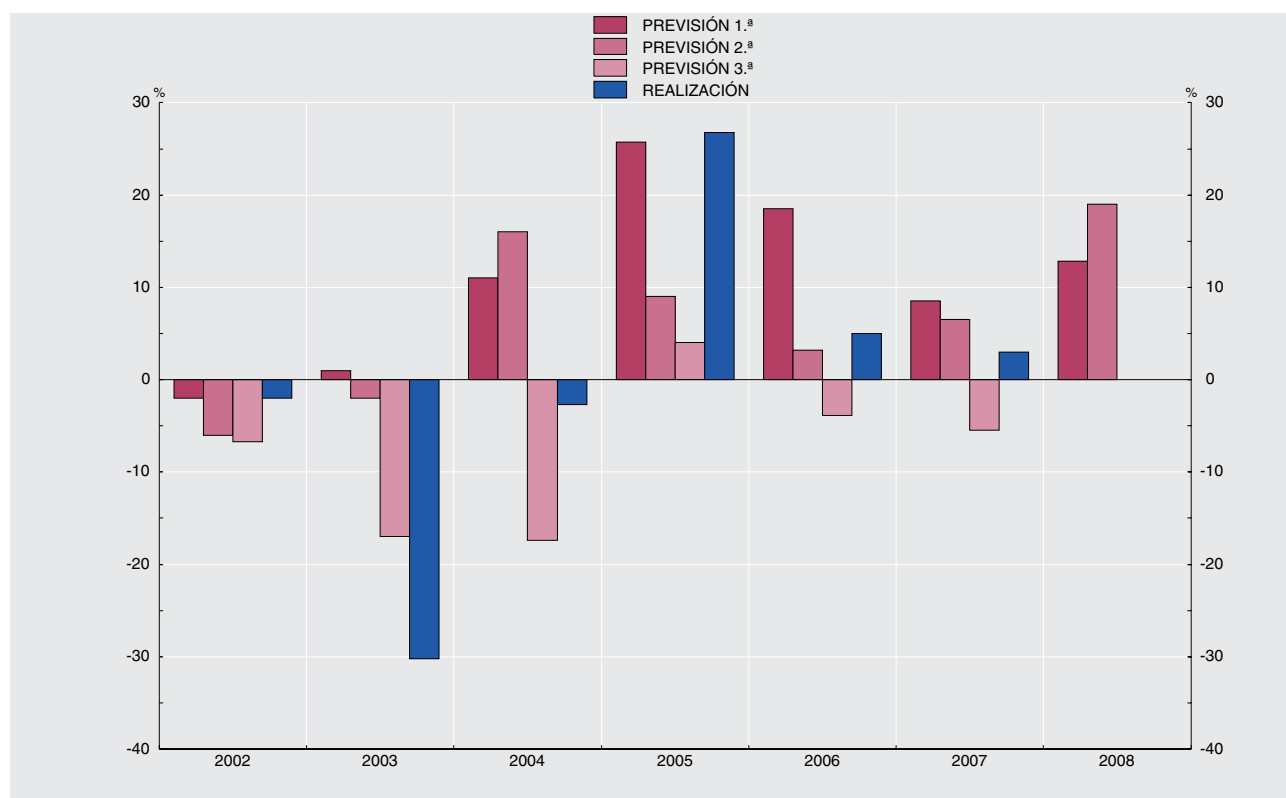
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
	1	2	3	4
02	■		■	■
03		-2	-2	-6
04		-30	1	-2
05		-3	11	-17
06		27	26	9
07		5	19	3
08		3	9	7
09		...	13	19
10				-7
11				-17
12				-4
13				-6
14				...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

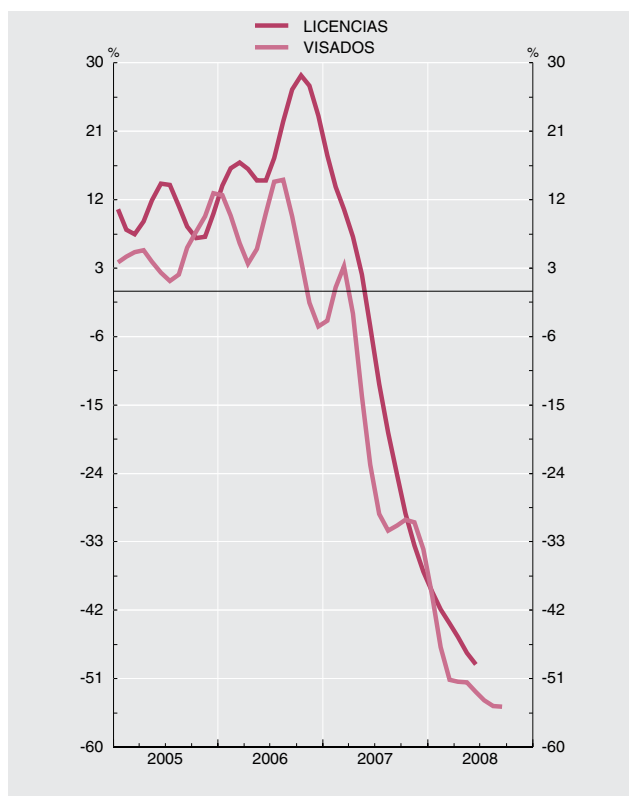
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

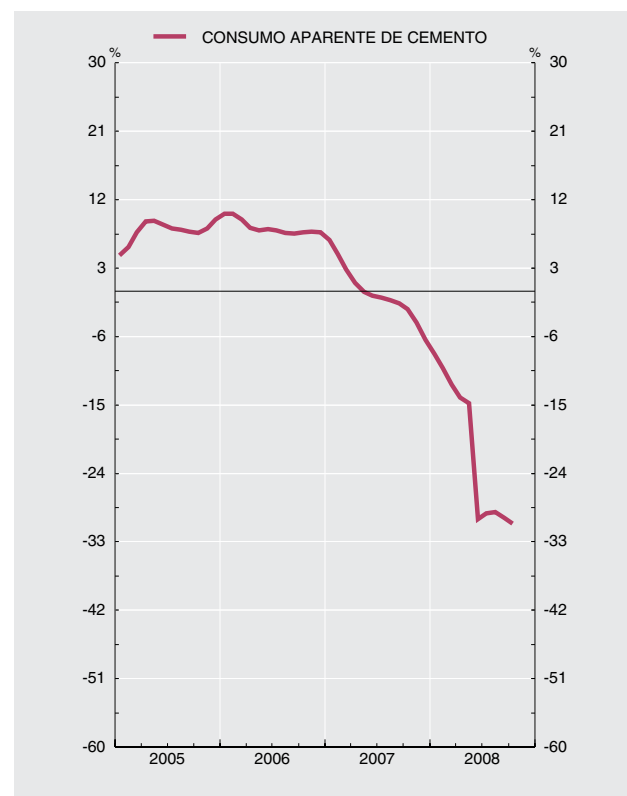
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil		
		Residencial	Vivienda		Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial			
										Residencial	Vivienda				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05		7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
06		22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5
07	P	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-14,9	-14,9	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,7	0,2
07 E-O	P	-4,7	-5,8	-6,0	0,3	-21,8	-24,3	-10,4	-10,4	-14,7	-44,8	-35,0	-1,4	-8,4	1,2
08 E-O	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-21,1
07 Jul	P	-18,0	-15,9	-15,1	-26,6	-33,9	-38,1	20,6	7,4	-30,2	-38,8	-52,4	-27,7	44,0	3,9
Ago	P	-16,5	-16,2	-16,7	-17,9	-36,5	-40,3	-55,8	-3,5	-56,5	-76,8	-79,2	-48,3	-55,6	-2,2
Sep	P	-26,8	-39,9	-40,6	49,5	-64,2	-66,4	-42,3	-7,0	-50,0	-68,4	-89,5	-40,5	-38,5	-5,2
Oct	P	-28,5	-29,3	-30,1	-24,9	-27,7	-31,4	-33,3	-10,4	-29,1	-50,3	-54,4	-18,2	-34,8	4,3
Nov	P	-34,9	-38,1	-38,7	-20,3	-24,6	-25,8	-38,8	-13,2	-39,6	-41,1	-55,7	-39,3	-38,5	-0,5
Dic	P	-38,2	-48,9	-48,8	15,7	-26,4	-36,2	-28,2	-14,9	-24,5	-60,3	-2,0	2,9	-29,3	-11,4
08 Ene	P	-42,5	-48,8	-47,9	-5,4	-43,8	-47,4	-2,4	-2,4	46,8	35,4	71,2	49,4	-19,1	-7,8
Feb	P	-39,3	-46,4	-48,4	0,4	-39,3	-46,9	15,0	4,6	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,3	-5,1
Mar	P	-50,6	-51,3	-53,9	-48,3	-67,3	-70,5	70,7	27,8	-33,3	-52,0	-64,0	-26,4	135,8	-25,2
Abr	P	-33,5	-38,7	-40,1	-10,0	-38,6	-40,6	71,9	37,6	109,1	61,0	3,4	126,9	56,5	-2,2
May	P	-54,8	-59,6	-60,2	-35,3	-55,5	-58,7	-67,4	12,0	-80,3	-70,7	-68,0	-82,5	-62,3	-21,1
Jun	P	-50,8	-57,6	-56,9	-14,5	-52,3	-59,2	-67,2	-2,6	-59,7	43,8	-47,3	-70,6	-70,5	-32,8
Jul	P	...	...	...	...	-52,0	-54,5	-10,4	-3,8	5,4	-37,9	27,6	16,0	-14,0	-23,8
Ago	P	...	...	...	...	-60,3	-64,5	11,3	-2,6	68,2	253,4	484,0	34,3	-9,0	-30,2
Sep	P	...	...	...	...	-50,7	-57,5	46,1	0,1	19,0	30,9	231,7	15,8	57,1	-24,8
Oct	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-34,4

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

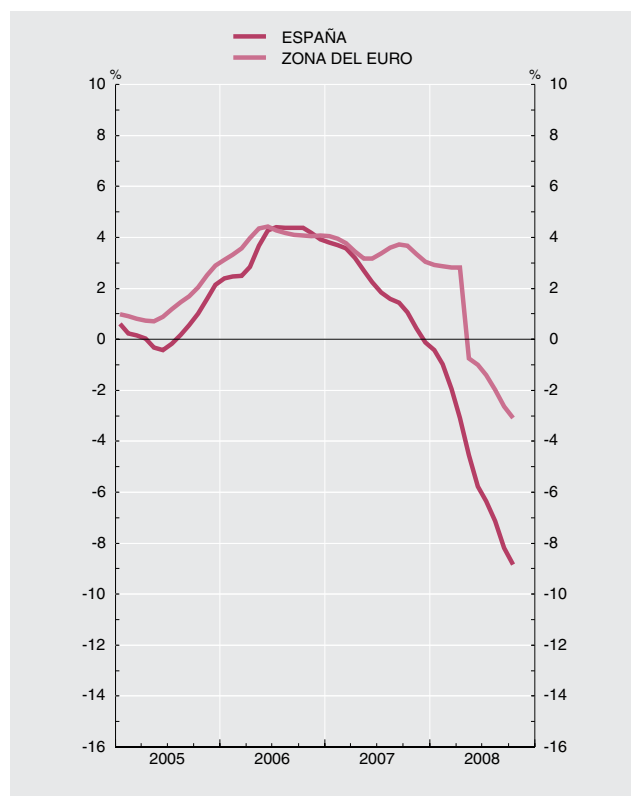
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

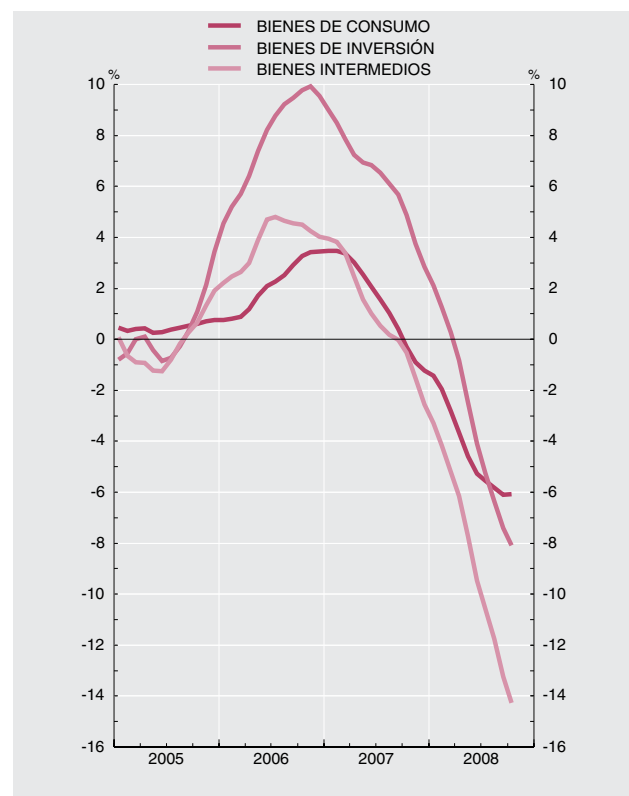
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,4	1,4	0,5	3,0	0,9
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,4	2,5	5,8	4,9
07	MP	108,6	2,3	1,8	6,3	1,3	0,7	-1,2	2,5	1,4	3,4	4,0	2,3	6,0	3,9
07 E-O	MP	109,2	2,9	2,7	7,3	2,1	-0,5	0,1	3,3	-0,1	3,6	4,4	2,8	6,3	4,4
08 E-O	MP	104,3	-4,6	-4,1	-2,6	-8,4	2,3	-11,5	-5,3	2,3	0,1	-0,2	-1,5	2,1	-0,8
07 Jul	P	114,9	3,7	4,7	10,6	2,5	-3,7	15,1	4,7	-4,5	3,9	4,7	2,7	7,4	4,3
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,6	5,0	4,9	7,6	3,7
Sep	P	107,7	-1,3	-3,1	3,2	-2,8	0,8	0,9	-1,5	-	3,3	3,2	1,4	5,4	3,0
Oct	P	117,6	4,7	2,6	10,8	3,5	4,1	2,3	4,5	6,6	4,4	4,1	2,1	7,3	3,4
Nov	P	113,9	-1,0	-3,2	-0,5	-2,9	8,8	-4,7	-2,4	12,3	2,9	2,3	0,1	5,2	1,7
Dic	P	97,2	-0,2	-2,5	4,3	-2,8	4,3	-12,1	-1,0	5,7	1,7	1,4	-0,5	3,4	0,5
08 Ene	P	108,8	-0,7	0,7	1,9	-3,8	1,5	-3,1	-0,9	1,5	3,2	3,2	1,5	6,6	2,3
Feb	P	110,8	4,0	4,5	7,2	0,1	9,9	4,3	3,5	8,8	3,1	2,8	0,8	6,4	2,0
Mar	P	102,6	-13,8	-16,8	-14,4	-17,0	3,0	-12,8	-15,6	2,3	1,4	-0,2	-2,0	2,8	0,5
Abr	P	114,9	11,8	13,0	20,6	8,6	5,9	10,9	12,4	6,6	4,3	4,7	1,6	7,9	3,0
May	P	109,0	-7,6	-9,7	-5,4	-9,4	-0,5	-19,2	-8,3	0,7	-0,3	-0,3	-3,6	2,5	-0,4
Jun	P	104,0	-9,7	-9,7	-10,8	-12,8	1,5	-21,2	-10,7	1,6	-0,4	-0,4	-1,5	1,6	-0,9
Jul	P	113,3	-1,4	-0,2	3,3	-6,6	2,9	-10,3	-1,8	2,6	-1,1	-1,2	-1,2	-0,1	-1,8
Ago	P	72,2	-11,0	-11,1	-15,0	-15,4	1,6	-26,3	-13,2	4,5	-0,7	-1,0	-4,2	0,7	-0,0
Sep	P	102,5	-4,8	-3,3	-1,4	-9,4	-0,6	-16,2	-5,1	-1,2	-2,7	-2,8	-2,9	-1,0	-4,0
Oct	P	104,4	-11,2	-6,2	-12,2	-17,7	-1,4	-16,2	-11,9	-3,7	-5,3	-5,6	-3,4	-5,2	-7,4

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

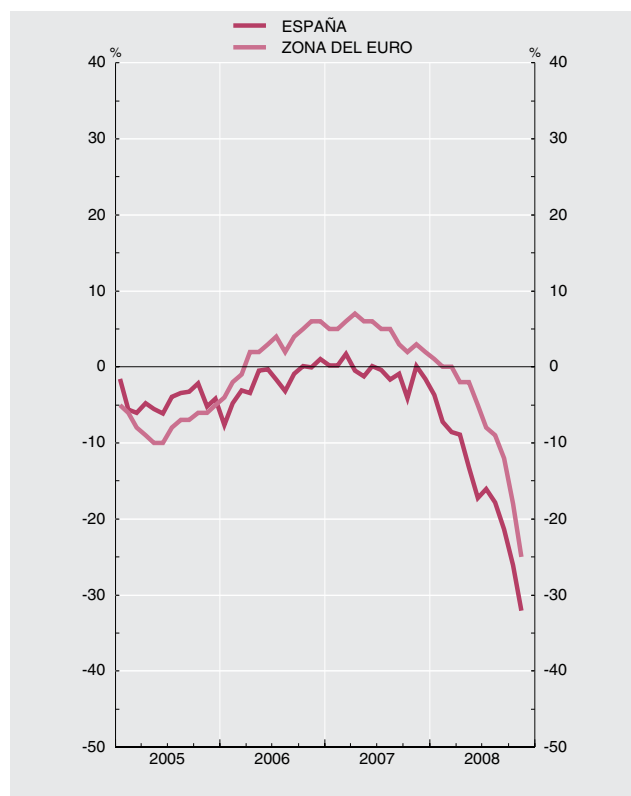
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

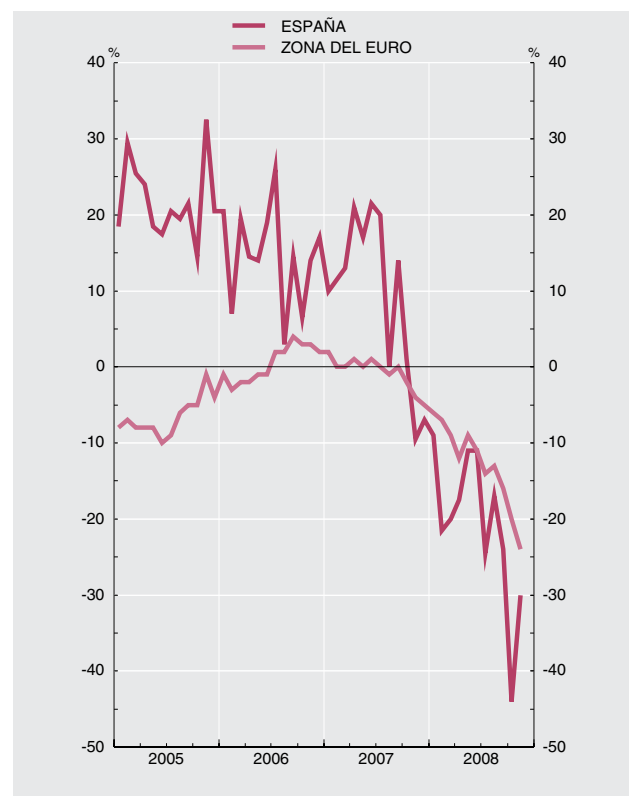
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la produc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extran- jeros	Nivel de exis- ten- cias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construc- ción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- ción	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construc- ción
		(a)		(a)	(a)		(a)	Con- su- mo	Equi- po	Inter- medios (a)	Otros sec- tores (a)				Produc- ción	Contra- ción	Indicador del clima in- dustrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-2	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-1
07 E-N	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-2	-3	11	22	13	21	22	5	6	-0
08 E-N	M	-16	-13	-6	-21	-18	19	-10	-5	-26	-6	-21	-2	-18	-13	-17	-7	-12	-13
07 Ago		-2	7	7	0	-8	12	-2	2	-2	-4	-	34	-4	19	47	5	6	-1
Sep		-1	6	5	1	-4	8	-4	7	-2	-6	14	17	21	-4	21	3	3	-
Oct		-4	5	3	-4	-3	11	-5	7	-10	-6	1	-10	2	11	14	2	1	-2
Nov		0	4	8	3	-2	11	-2	10	-4	-2	-10	3	-2	-15	-2	3	2	-4
Dic		-2	-1	7	-2	-5	10	-3	10	-7	-1	-7	10	-1	-10	13	2	-	-5
08 Ene		-4	-2	5	-3	-8	13	-3	7	-12	-4	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6
Feb		-7	-10	0	-7	-7	15	-6	3	-15	-6	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7
Mar		-9	-6	-2	-7	-10	16	-6	4	-17	-11	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-9
Abr		-9	-4	-0	-11	-10	15	-6	2	-17	-3	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-12
May		-13	-6	-7	-16	-13	17	-7	-3	-24	-6	-11	23	-10	-9	-26	-2	-5	-9
Jun		-17	-10	-9	-20	-19	23	-12	-2	-29	-3	-11	13	-15	-4	-27	-5	-9	-11
Jul		-16	-16	-5	-29	-19	14	-10	-7	-25	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-13	-14
Ago		-18	-10	-8	-25	-20	21	-13	-8	-25	-7	-17	-6	-15	-3	-6	-9	-13	-13
Sep		-21	-20	-11	-32	-27	21	-16	-7	-35	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-16
Oct		-26	-20	-15	-37	-32	27	-16	-24	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
Nov		-32	-40	-19	-46	-38	31	-19	-22	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-35	-24

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.
a. Corregidos de variaciones estacionales.

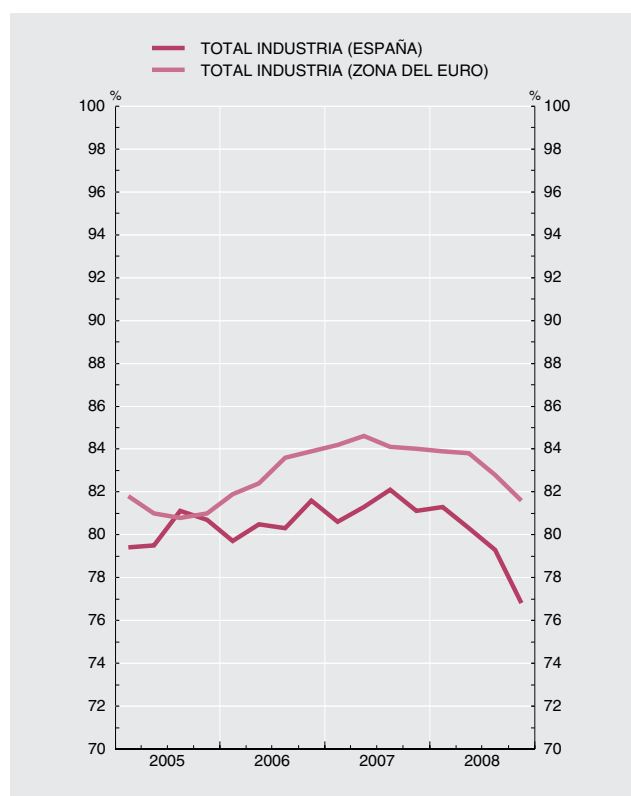
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)				
	En los tres últimos meses	Prevista		En los tres últimos meses	Prevista		En los tres últimos meses	Prevista		En los tres últimos meses	Prevista					
	(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
06	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
07	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
07 I-IV	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
08 I-IV	79,4	79,8	8	75,6	76,7	9	83,0	82,8	4	79,8	79,8	9	93,6	94,1	-0	83,0
06 II	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
III	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
IV	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
07 I	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,2
II	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,6
III	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
IV	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
08 I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,9
II	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,8
III	79,3	79,5	7	76,0	76,5	11	83,8	83,6	4	78,7	79,0	7	93,2	93,0	-	82,8
IV	76,8	75,9	14	73,4	73,9	10	80,1	78,3	6	76,9	75,0	23	94,3	94,8	-0	81,6

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

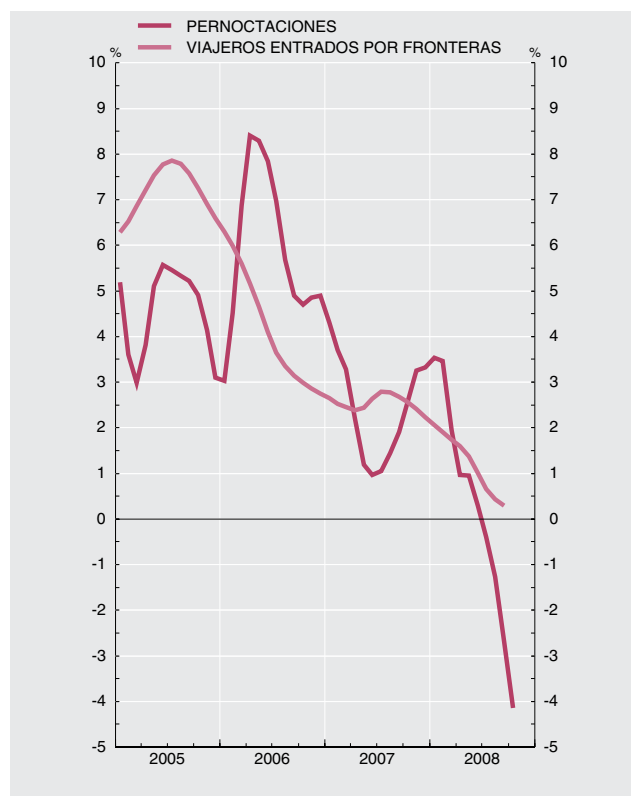
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

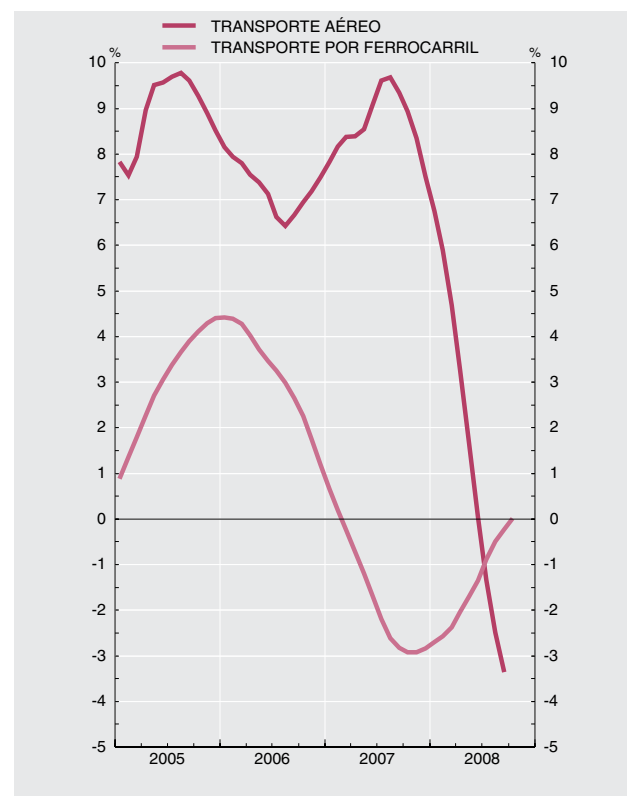
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		1	2	3	4	5	6	7	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales	11	12	13	14	15
05		5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5
06		5,8	6,1	6,2	6,5	3,6	4,1	3,0	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1
07	P	3,1	4,0	1,7	2,1	2,6	1,3	4,6	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,8	-1,5
07 E-O		2,8	3,4	1,4	1,6	2,7	1,2	5,2	9,1	9,4	8,9	5,4	5,2	4,8	-1,3	-0,7
08 E-O	P	-0,5	1,3	-0,1	1,2	-0,2	-1,4	1,7	...	...	...	...	...	...	-0,9	...
07 Jul		1,3	1,4	0,6	0,6	4,8	2,2	9,8	11,6	14,3	10,0	3,4	1,4	3,6	-0,9	2,5
07 Ago		3,2	5,1	1,3	3,0	4,4	0,8	9,4	10,5	10,0	10,9	6,7	0,0	8,3	-7,9	-6,6
07 Sep		2,4	4,2	0,7	1,3	2,8	0,4	7,3	9,7	8,9	10,3	5,5	0,7	7,5	-4,7	-0,9
07 Oct		2,5	3,3	0,4	1,6	0,8	-0,3	2,6	8,4	8,5	8,4	4,9	8,3	4,5	-3,3	2,6
07 Nov	P	8,2	9,3	7,1	6,1	5,1	5,0	5,1	10,4	8,0	12,6	-2,0	13,8	9,1	-3,3	-6,2
07 Dic	P	2,1	10,3	1,6	7,1	-0,4	0,7	-1,6	7,6	4,9	10,0	-0,5	-1,4	-0,2	-4,5	-5,9
08 Ene	P	3,4	4,7	2,3	3,6	0,2	0,9	-0,7	6,9	6,8	7,1	-1,9	4,8	13,2	-0,0	-4,1
08 Feb	P	7,8	8,4	9,3	9,4	5,5	6,5	4,3	10,2	9,9	10,5	4,2	2,9	1,0	1,5	3,6
08 Mar	P	7,4	5,5	10,0	4,1	6,5	7,4	5,2	6,8	2,4	10,6	-2,4	27,2	0,3	-6,6	-18,4
08 Abr	P	-10,4	-1,9	-11,5	-2,2	-2,9	-1,0	-5,7	-2,4	-2,0	-2,7	9,9	-19,2	9,6	4,1	7,7
08 May	P	6,0	7,6	6,6	6,3	9,2	4,2	18,6	2,3	-5,3	7,9	-0,3	7,3	-1,1	-4,5	-13,8
08 Jun	P	-2,6	-0,7	-2,3	-1,4	0,9	-0,7	3,9	-1,6	-6,2	1,5	8,9	0,3	1,7	-4,4	-9,7
08 Jul	P	0,6	2,0	0,9	2,9	-4,4	-8,0	2,2	-3,5	-9,0	0,0	3,5	-5,0	0,0	1,3	-2,9
08 Ago	P	-0,7	0,1	-0,6	1,1	-0,2	-1,8	1,8	-2,4	-9,7	2,3	5,6	-1,5	-5,1	4,1	-16,9
08 Sep	P	-3,3	-2,3	-2,8	-2,3	-5,5	-5,9	-4,7	-8,8	-15,9	-4,3	-1,4	...	...	-2,6	-2,5
08 Oct	P	-6,6	-3,3	-5,1	-2,8	-5,6	-5,4	-6,0	...	...	...	...	...	...	0,5	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.

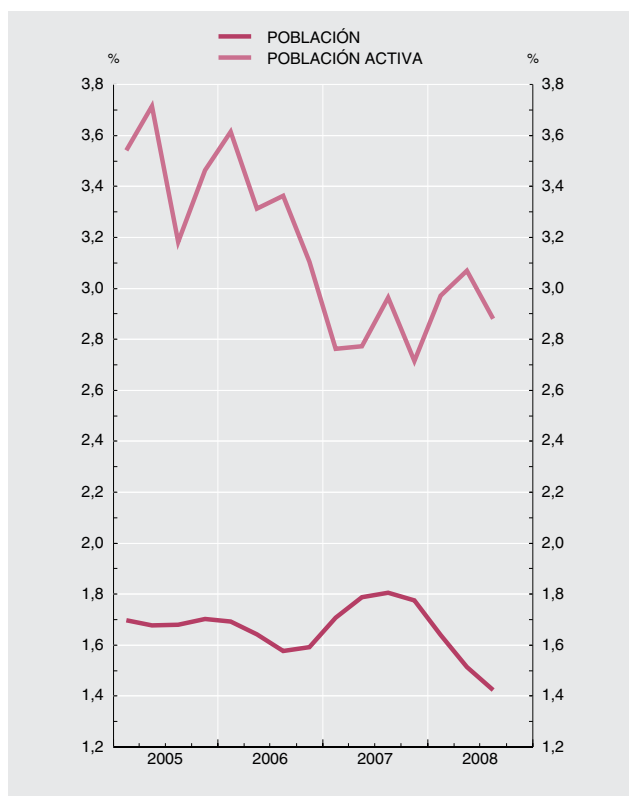
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años			Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8
07 I-III	M	37 585	653	1,8	58,85	22 118	1 828	1 153	676	2,8
08 I-III	M	38 158	573	1,5	59,69	22 776	1 973	1 027	947	3,0
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6
II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3
III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7
08 I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

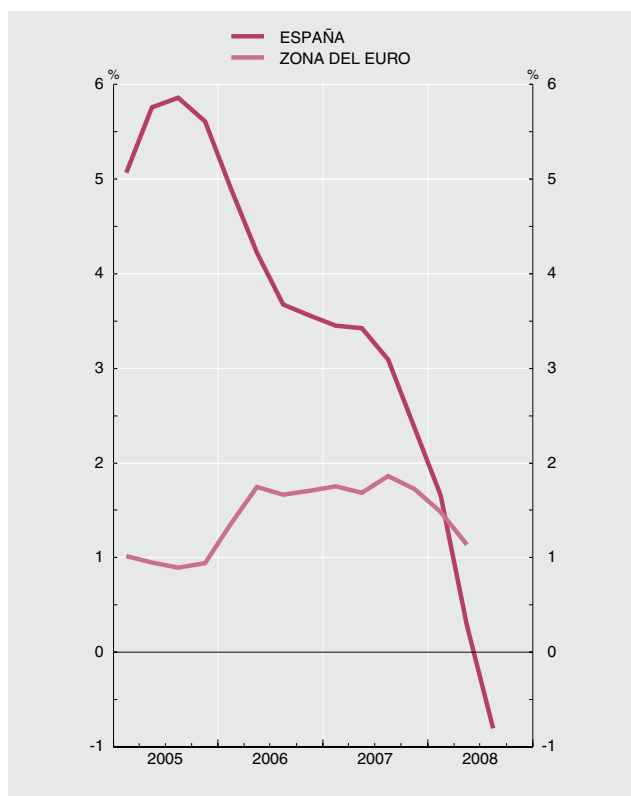
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

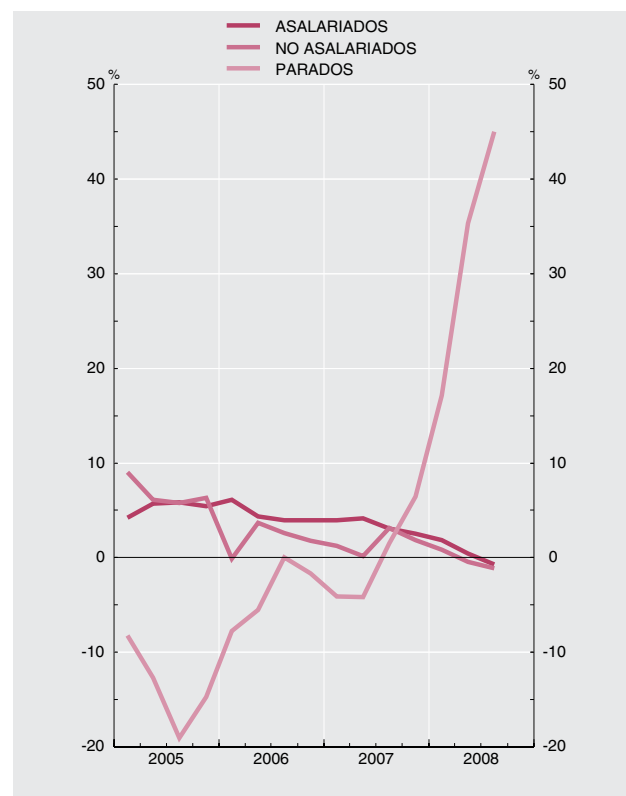
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados					Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)	
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	1,0	8,87	
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,28	
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,43	
07 I-III	M	20 316	653	3,3	16 721	599	3,7	3 595	54	1,5	1 803	-43	-2,3	8,15	1,8	7,49	
08 I-III	M	20 391	76	0,4	16 806	84	0,5	3 586	-9	-0,2	2 385	582	32,3	10,47	...	7,37	
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,4	8,69	
II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,7	8,37	
III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,7	8,13	
IV		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,7	7,92	
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,65	
II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,44	
III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,38	
IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,25	
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,22	
II		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,1	7,35	
III		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	...	7,52	

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

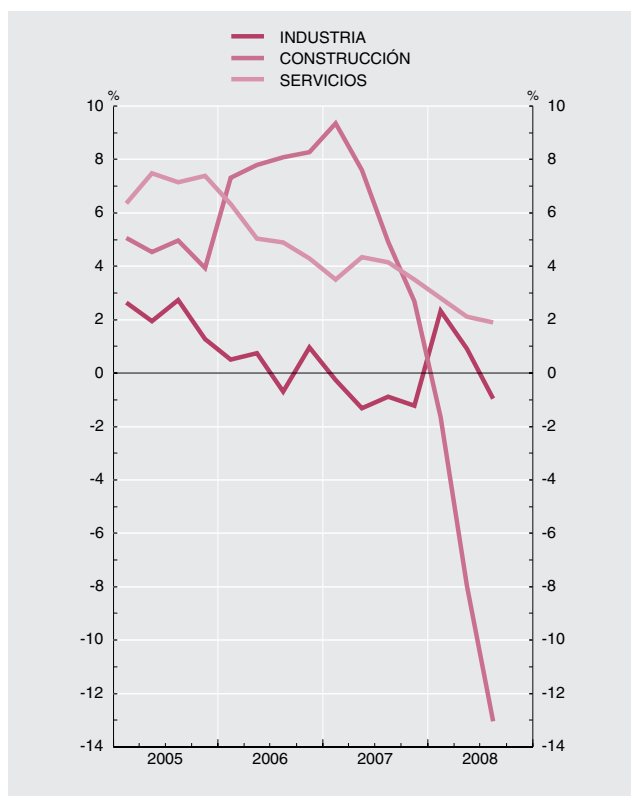
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

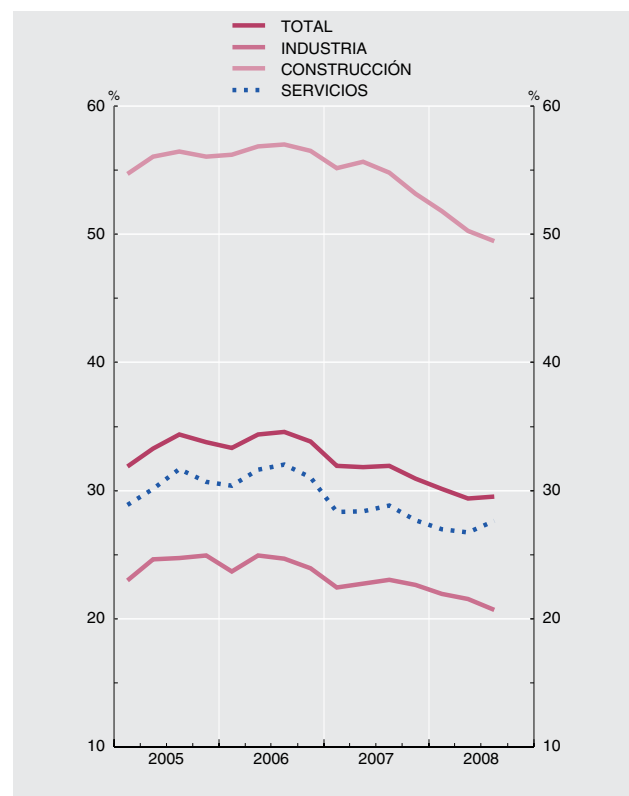
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,3	58,8	-0,9	-0,7	22,7	6,1	6,8	54,7	3,9	3,9	28,3	3,3
07 I-III	M	3,3	3,7	-6,4	-2,1	2,9	0,1	-0,8	-0,7	-7,0	7,3	8,2	-2,6	4,0	4,1	-9,0	3,4
08 I-III	M	0,4	0,5	-7,0	-5,1	-5,9	-6,6	0,8	1,0	-5,8	-7,6	-8,7	-8,5	2,3	2,5	-4,9	-0,7
06 I		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4
II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6
III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3
IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6
II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8
III		3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4
IV		2,4	2,5	30,9	-1,7	0,3	57,4	-1,2	-0,7	22,7	2,7	2,9	53,2	3,5	3,4	27,7	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,8	-7,9	58,7	2,3	3,1	22,0	-1,7	-2,1	51,8	2,8	2,7	27,0	2,1
II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-5,0	54,4	0,9	1,0	21,6	-7,9	-9,3	50,3	2,1	2,4	26,7	0,5
III		-0,8	-0,7	29,5	-4,1	-4,5	52,9	-1,0	-1,1	20,7	-13,0	-14,7	49,4	1,9	2,2	27,6	-0,7

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

Notas: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

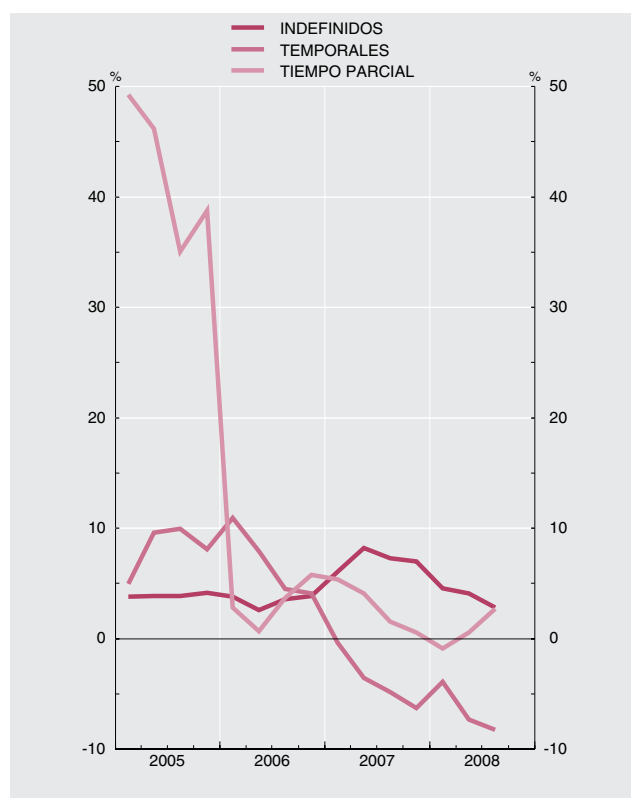
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

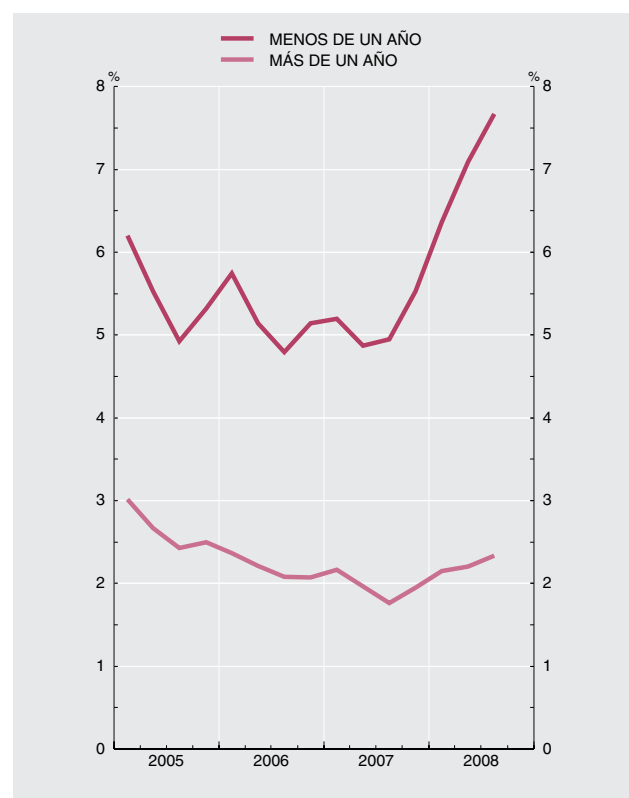
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
07 I-III	M	762	7,2	-163	-3,0	31,91	475	3,3	72	3,7	12,11	5,00	-1,5	1,96	-9,0
08 I-III	M	431	3,8	-347	-6,5	29,69	-175	-1,2	15	0,7	12,13	7,04	45,0	2,23	16,9
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8
II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2
III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5
IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

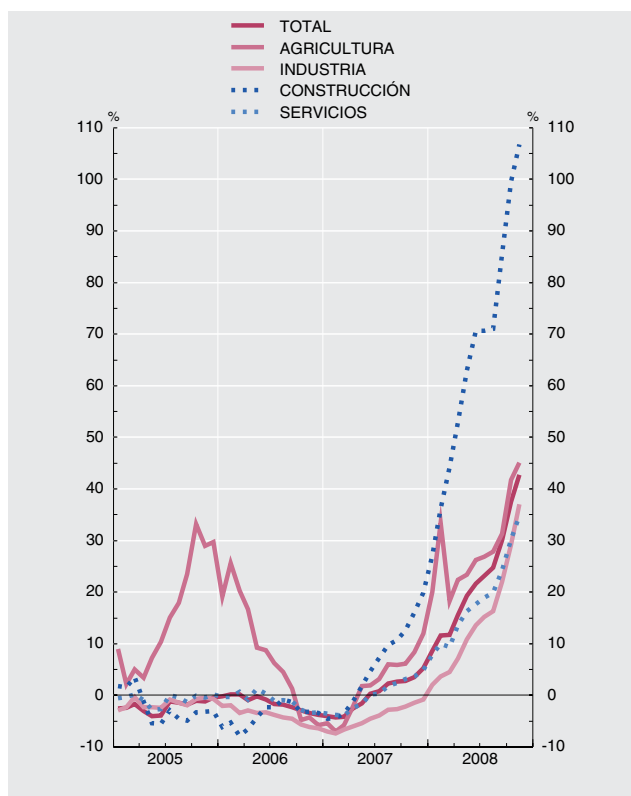
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

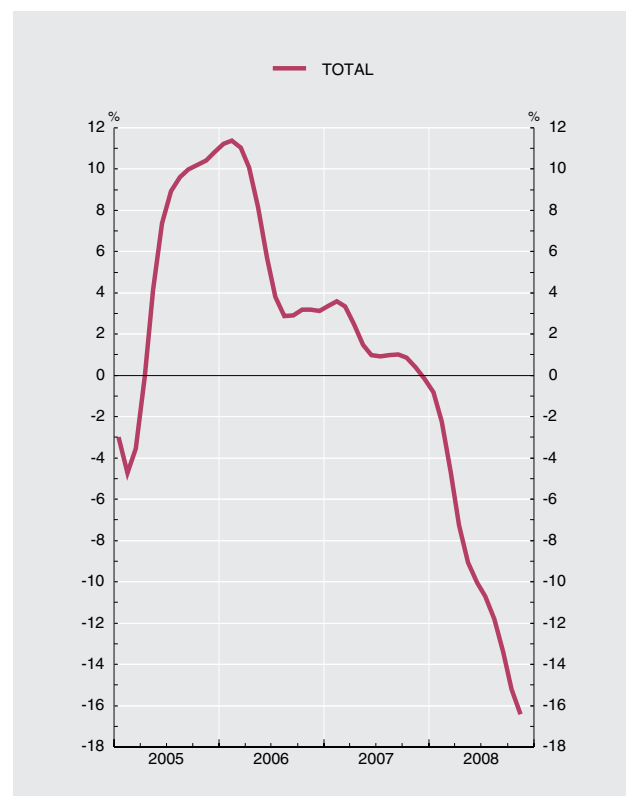
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12
						Total	Agri-cultura	No agrícola			Servicios							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
07 E-N	M	2 031	-10	-0,5	-0,6	-0,5	1,0	-0,5	-4,6	4,3	-0,5	1 578	1,3	11,99	23,77	88,01	1 531	2,3
08 E-N	M	2 486	456	22,4	6,6	24,4	29,0	24,2	14,5	66,9	18,4	1 408	-10,8	11,59	25,44	88,41	1 382	-9,7
07 Oct		2 049	56	2,8	-3,2	3,6	6,1	3,5	-2,2	12,6	3,1	1 911	5,1	12,19	27,67	87,81	1 870	7,4
Nov		2 094	71	3,5	-4,4	4,5	8,3	4,4	-1,4	16,1	3,7	1 592	-4,1	11,94	25,61	88,06	1 540	-1,2
Dic		2 130	107	5,3	-2,3	6,2	11,9	6,0	-0,8	19,9	4,8	1 261	-9,0	10,66	25,29	89,34	1 223	-1,7
08 Ene		2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
Feb		2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
Mar		2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2
Abr		2 339	315	15,6	-0,5	17,7	22,4	17,5	7,1	52,9	13,6	1 460	5,3	12,97	24,29	87,03	1 416	4,1
May		2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4
Jun		2 390	425	21,6	3,2	24,0	26,2	23,9	13,5	70,7	17,7	1 419	-10,3	10,85	25,09	89,15	1 381	-9,7
Jul		2 427	457	23,2	5,6	25,4	26,8	25,3	15,2	70,7	18,9	1 626	-7,3	9,86	26,45	90,14	1 580	-6,8
Ago		2 530	502	24,7	8,1	26,7	27,8	26,7	16,3	71,0	19,9	1 050	-18,4	9,29	24,35	90,71	1 030	-17,5
Sep		2 625	608	30,1	12,2	32,4	31,4	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
Oct		2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	30,2	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
Nov		2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

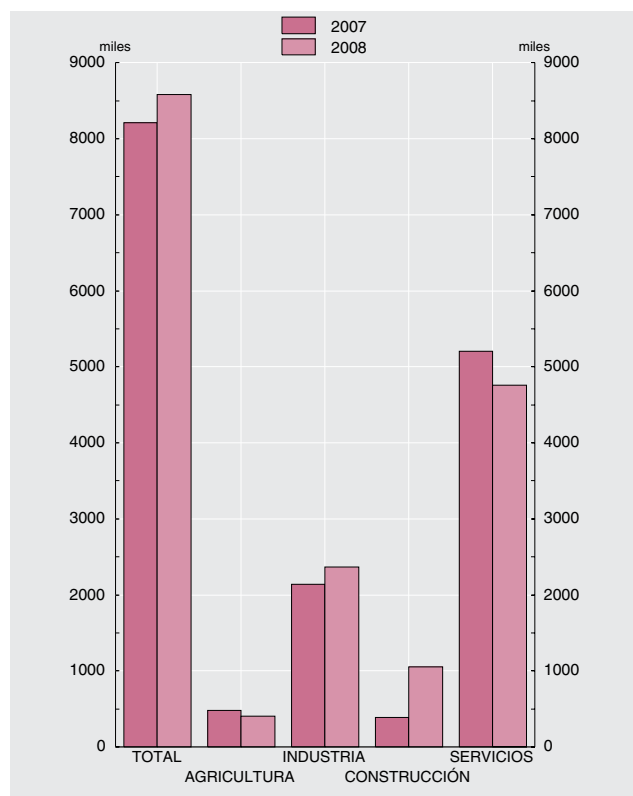
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

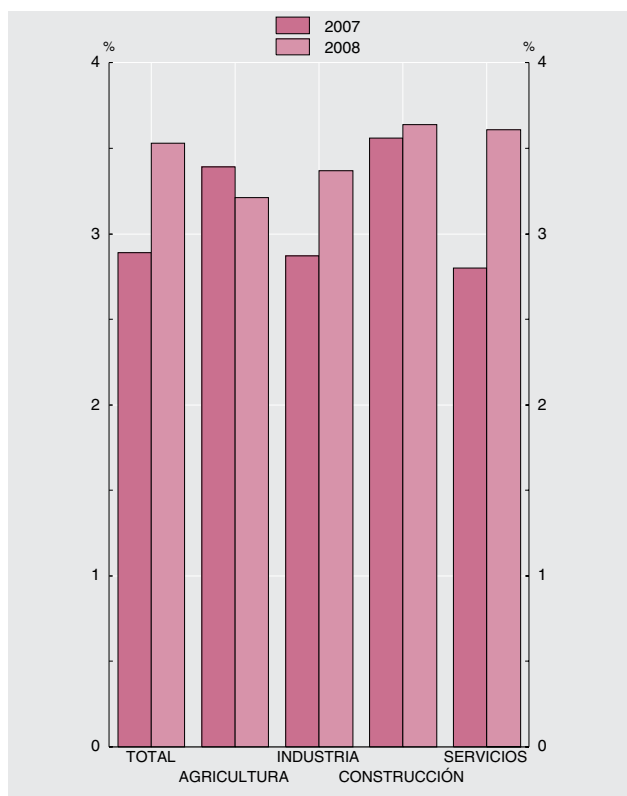
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re-visados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por re-visados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	10 756	4,04	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
06	11 119	3,59	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
07	11 273	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
07 Jun	11 010	4,19	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
Jul	11 018	4,19	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82
Ago	11 018	4,19	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81
Sep	11 142	4,18	5 582	1 459	7 041	-725	468	1 958	64	4 552	2,87	2,93	2,89	3,40	2,85	3,74	2,83
Oct	11 255	4,20	5 607	1 959	7 566	-505	478	2 043	247	4 798	2,87	2,91	2,88	3,39	2,85	3,56	2,81
Nov	11 270	4,21	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80
Dic	11 273	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
08 Ene	8 168	3,47	4 503	5	4 508	1 263	270	1 331	161	2 746	3,27	4,59	3,27	2,91	3,32	3,61	3,27
Feb	8 175	3,47	5 281	12	5 293	1 271	293	1 462	487	3 052	3,36	3,77	3,36	2,92	3,32	3,83	3,35
Mar	8 215	3,48	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35
Abr	8 496	3,52	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
May	8 500	3,52	6 568	408	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,09	3,47	3,10	3,40	3,68	3,49
Jun	8 539	3,52	6 790	459	7 250	1 662	381	2 028	875	3 966	3,43	4,07	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Jul	8 544	3,52	6 825	641	7 466	1 513	381	2 061	895	4 130	3,43	3,88	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Ago	8 544	3,52	6 844	809	7 653	1 271	393	2 082	964	4 214	3,43	3,96	3,49	3,17	3,41	3,65	3,52
Sep	8 584	3,53	6 911	1 079	7 990	949	405	2 133	1 013	4 439	3,43	4,01	3,51	3,20	3,40	3,65	3,56
Oct	8 585	3,53	6 951	1 416	8 367	801	408	2 317	1 022	4 620	3,47	3,80	3,52	3,21	3,37	3,64	3,60
Nov	8 585	3,53	7 028	1 557	8 585	375	405	2 367	1 056	4 757	3,47	3,82	3,53	3,21	3,37	3,64	3,61

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-Noviembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-Noviembre



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2007, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2008 no incorpora tales revisiones.

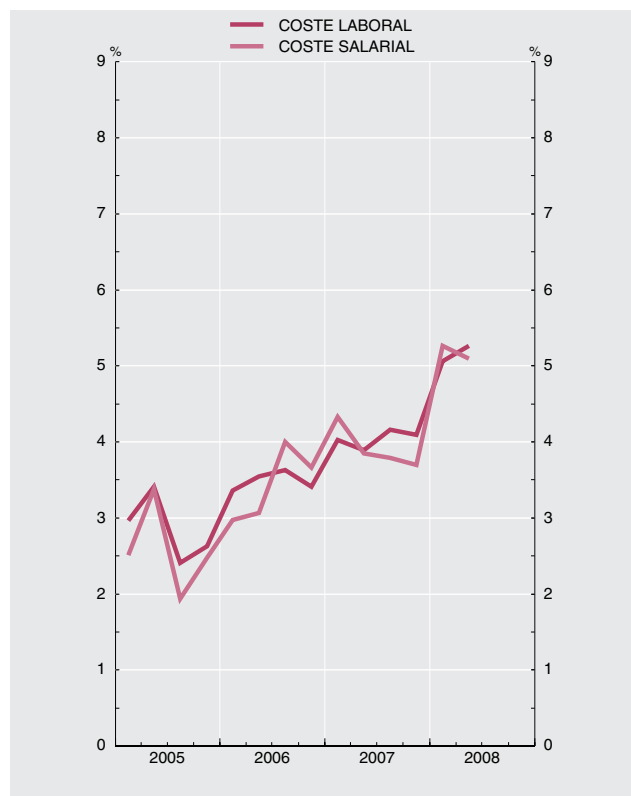
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

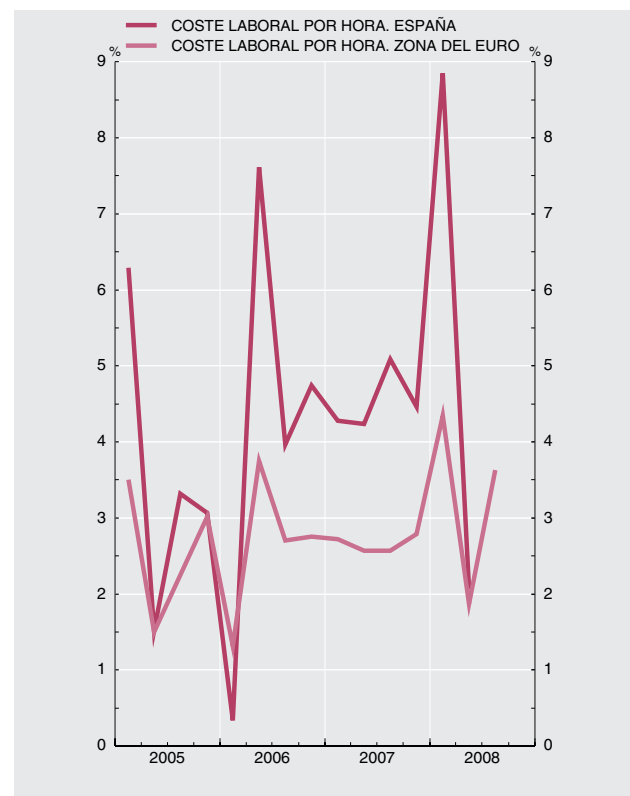
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	2,6
06	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	2,7
07	M	4,0	3,3	5,0	4,3	4,5	3,9	3,0	4,8	4,2	4,4	4,4	2,7
07 I-II	M	4,0	3,4	4,7	4,2	4,3	4,1	3,4	4,7	4,4	4,4	3,6	2,6
08 I-II	M	5,2	5,0	6,0	5,1	5,3	5,2	5,5	5,7	4,9	5,3	5,1	3,0
05 IV		2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	3,0
06 I		3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	1,3
II		3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	3,7
III		3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	2,7
IV		3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	2,8
07 I		4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	2,7
II		3,9	2,7	4,4	4,4	4,2	3,8	3,1	3,9	4,3	4,2	4,0	2,6
III		4,2	3,0	5,4	4,5	5,1	3,8	2,3	4,8	4,2	4,6	5,2	2,6
IV		4,1	3,4	5,3	4,2	4,5	3,7	2,8	5,1	3,8	4,1	5,3	2,8
08 I		5,1	4,1	5,8	5,2	8,8	5,3	5,8	4,8	5,1	9,0	4,5	4,3
II		5,3	5,9	6,1	5,0	2,1	5,1	5,1	6,5	4,8	1,9	5,7	1,9

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

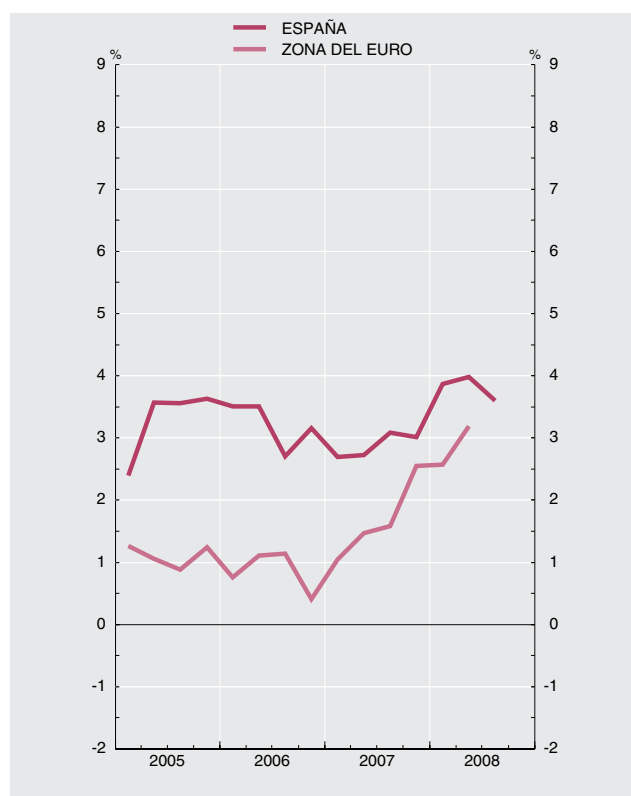
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

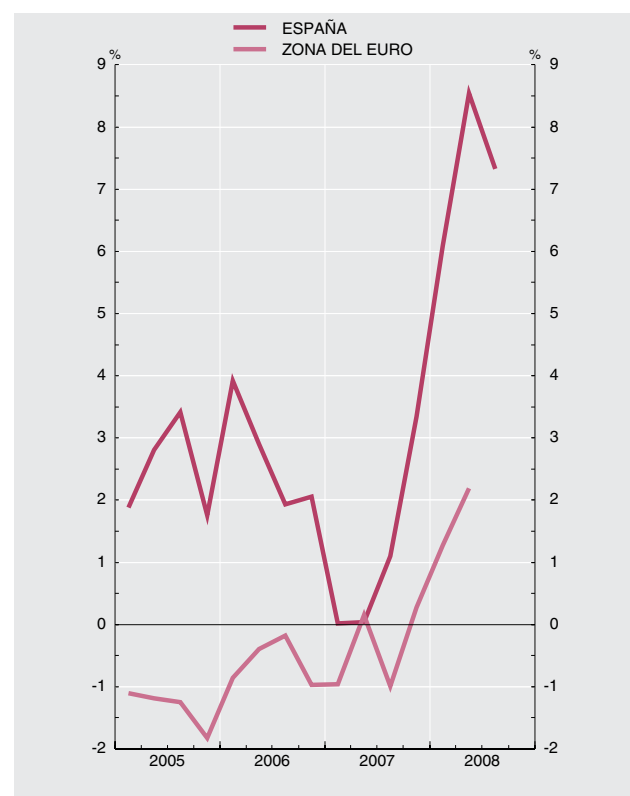
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro (d)
		1	2	3	4	5	6	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	11	12
05	P	3,3	1,1	3,7	1,9	0,4	0,8	3,6	1,8	3,2	1,0	2,5	-1,3
06	P	3,2	0,9	3,9	2,2	0,7	1,3	3,9	3,0	3,2	1,6	2,7	-0,6
07	P	2,9	1,7	3,7	2,5	0,8	0,8	3,7	2,6	2,9	1,8	1,1	-0,4
05 / IV	P	3,6	1,2	3,9	2,4	0,2	1,1	3,8	2,1	3,5	0,9	1,8	-1,8
06 /	P	3,5	0,8	3,9	2,1	0,3	1,3	3,8	2,7	3,4	1,4	3,9	-0,9
II	P	3,5	1,1	3,8	2,4	0,3	1,3	3,9	3,0	3,6	1,7	2,9	-0,4
III	P	2,7	1,1	3,9	2,4	1,2	1,3	4,0	2,9	2,8	1,7	1,9	-0,2
IV	P	3,2	0,4	4,1	2,0	0,9	1,6	3,9	3,3	2,9	1,7	2,1	-1,0
07 /	P	2,7	1,0	3,4	2,5	0,7	1,4	4,0	3,2	3,2	1,8	0,0	-1,0
II	P	2,7	1,5	3,5	2,3	0,7	0,8	3,9	2,6	3,2	1,7	0,0	0,1
III	P	3,1	1,6	3,8	2,3	0,7	0,7	3,6	2,6	2,9	1,9	1,1	-1,0
IV	P	3,0	2,6	4,1	2,9	1,0	0,4	3,2	2,1	2,2	1,7	3,3	0,3
08 /	P	3,9	2,6	5,1	3,1	1,2	0,6	2,6	2,1	1,4	1,5	6,1	1,3
II	P	4,0	3,2	5,4	3,5	1,3	0,3	1,8	1,4	0,4	1,1	8,5	2,2
III	P	3,6	...	5,3	...	1,7	...	0,9	0,6	-0,8	...	7,3	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

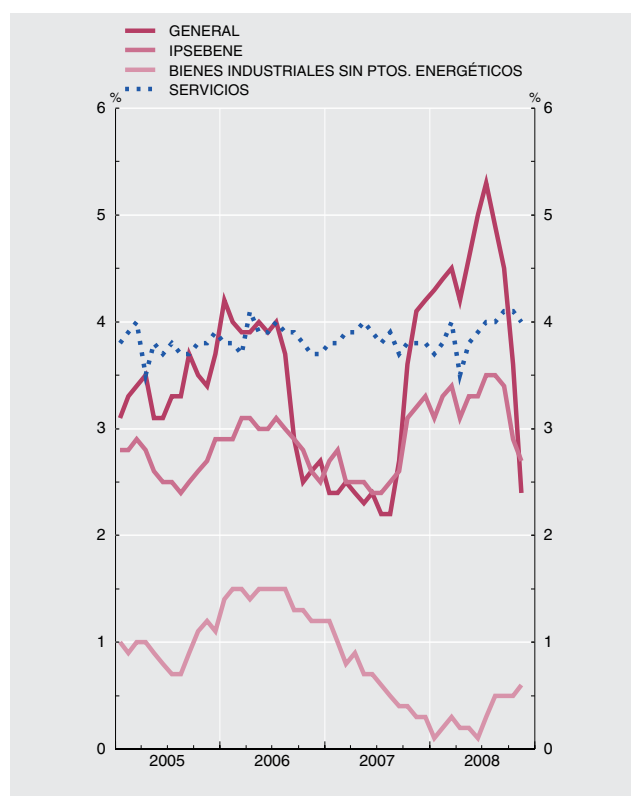
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

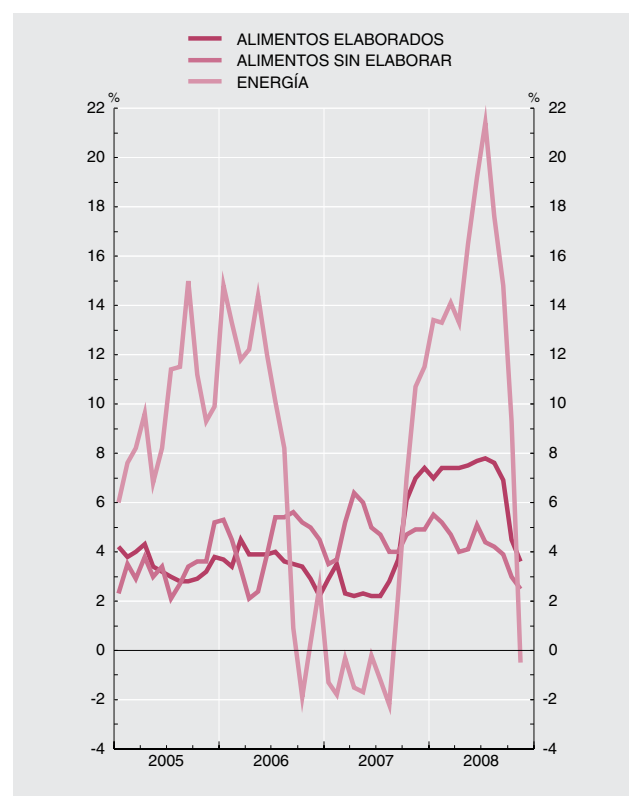
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T ₁₂)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m ₁ (a)	T ₁₂ (b)	s/ T _{dic} (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05 M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06 M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
07 M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0
07 E-N	M	102,6	0,3	2,7	1,4	4,7	0,7	0,9	3,8	2,7	114,6	4,3
08 E-N	M	107,0	0,2	4,3	1,5	4,2	0,3	13,9	3,9	3,2	...	...
07 Ago		102,5	0,1	2,2	1,4	4,0	0,5	-2,2	3,9	2,5	108,0	5,1
Sep		102,9	0,3	2,7	1,7	4,0	0,4	2,3	3,7	2,6	112,7	12,1
Oct		104,2	1,3	3,6	3,0	4,7	0,4	7,0	3,8	3,1	116,0	13,8
Nov		105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	0,3	10,7	3,8	3,2	124,6	15,7
Dic		105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	0,3	11,5	3,8	3,3	125,8	17,6
08 Ene		104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	0,1	13,4	3,7	3,1	124,2	11,1
Feb		104,9	0,2	4,4	-0,5	5,2	0,2	13,3	3,8	3,3	122,1	7,3
Mar		105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	0,3	14,1	4,0	3,4	127,4	10,5
Abr		107,0	1,1	4,2	1,5	4,0	0,2	13,3	3,5	3,1	130,6	8,5
May		107,7	0,7	4,6	2,2	4,1	0,2	16,5	3,8	3,3	133,9	15,2
Jun		108,3	0,6	5,0	2,8	5,1	0,1	19,2	3,9	3,3	126,3	8,6
Jul		107,8	-0,5	5,3	2,3	4,4	0,3	21,4	4,0	3,5	121,0	14,1
Ago		107,6	-0,2	4,9	2,1	4,2	0,5	17,6	4,0	3,5	115,4	6,9
Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	0,5	14,8	4,1	3,4	110,1	-2,3
Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	0,5	9,3	4,1	2,9	...	...
Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	0,6	-0,5	4,0	2,7	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

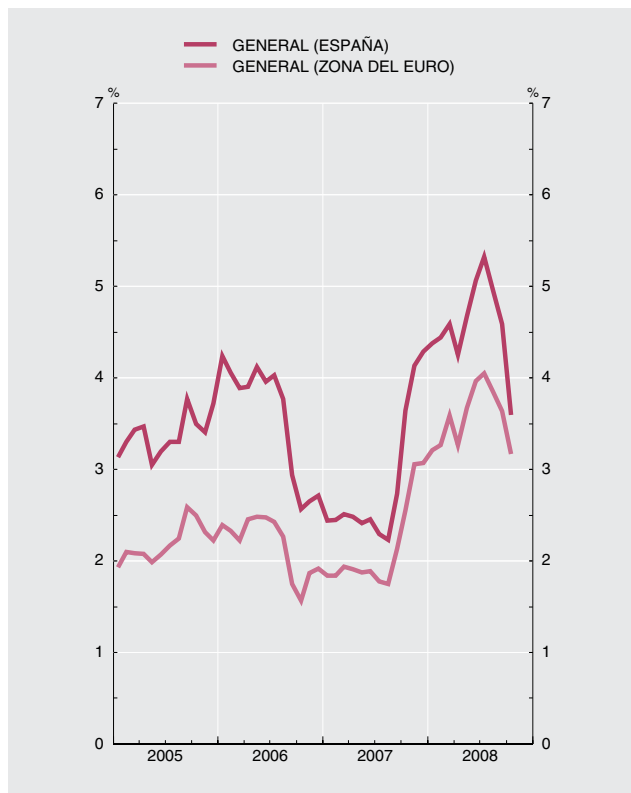
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

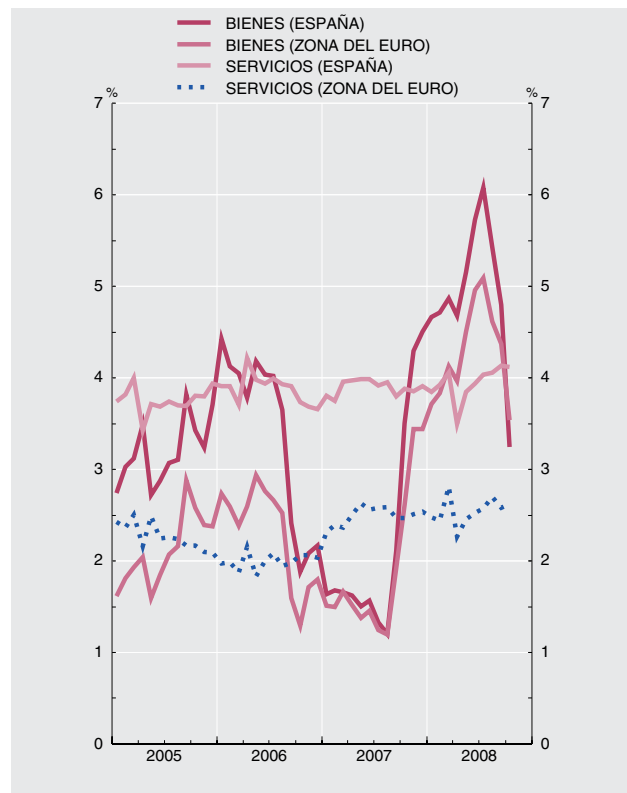
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
05	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3
06	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
07	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
07 E-O	M	2,6	2,0	1,8	1,6	3,6	2,6	3,0	2,3	4,2	3,0	0,6	1,1	0,8	1,0	-0,1	1,2	3,9	2,5
08 E-O	MP	4,6	3,6	4,9	4,3	6,2	5,4	8,3	6,5	4,2	3,7	4,1	3,7	0,4	0,8	15,3	12,8	3,9	2,5
07 Jul		2,3	1,8	1,3	1,2	3,0	2,3	1,9	1,9	4,2	2,8	0,2	0,7	0,6	0,9	-1,2	-	3,9	2,6
Ago		2,2	1,7	1,2	1,2	3,2	2,5	2,8	2,5	3,7	2,4	-0,1	0,6	0,5	1,0	-2,1	-0,9	4,0	2,6
Sep		2,7	2,1	2,1	1,9	3,8	2,7	3,9	3,1	3,7	2,1	1,0	1,5	0,4	1,0	2,3	3,0	3,8	2,5
Oct		3,6	2,6	3,5	2,6	5,6	3,5	7,0	3,8	4,3	3,1	2,1	2,1	0,4	1,1	7,0	5,5	3,9	2,5
Nov		4,1	3,1	4,3	3,4	6,3	4,0	8,2	4,6	4,4	3,0	3,0	3,2	0,4	1,1	10,6	9,7	3,9	2,5
Dic		4,3	3,1	4,5	3,4	6,6	4,3	8,6	5,1	4,5	3,1	3,2	3,0	0,4	1,0	11,4	9,2	3,9	2,5
08 Ene		4,4	3,2	4,7	3,7	6,5	4,9	8,2	5,9	4,9	3,3	3,6	3,1	0,3	0,7	13,4	10,6	3,8	2,5
Feb		4,4	3,3	4,7	3,8	6,7	5,2	8,6	6,5	4,7	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,2	10,4	3,9	2,4
Mar		4,6	3,6	4,9	4,1	6,6	5,6	8,8	6,8	4,3	3,8	3,9	3,4	0,4	0,9	14,1	11,2	4,1	2,8
Abr		4,2	3,3	4,7	4,0	6,3	5,4	8,8	7,0	3,9	3,1	3,6	3,2	0,3	0,8	13,3	10,8	3,5	2,3
May		4,7	3,7	5,2	4,5	6,4	5,8	8,8	6,9	4,0	3,9	4,3	3,9	0,2	0,7	16,5	13,7	3,8	2,5
Jun		5,1	4,0	5,7	5,0	6,8	5,8	9,0	7,0	4,6	4,0	5,0	4,5	0,2	0,8	19,1	16,1	3,9	2,5
Jul		5,3	4,0	6,1	5,1	6,7	6,1	9,2	7,2	4,2	4,4	5,7	4,6	0,4	0,5	21,3	17,1	4,0	2,6
Ago		4,9	3,8	5,4	4,6	6,5	5,6	9,0	6,8	4,0	3,7	4,8	4,2	0,5	0,7	17,5	14,6	4,1	2,7
Sep		4,6	3,6	4,8	4,4	5,9	5,2	7,9	6,2	3,9	3,6	4,2	4,0	0,6	0,9	14,8	13,5	4,1	2,6
Oct	P	3,6	3,2	3,2	3,5	4,0	4,4	4,7	5,1	3,3	3,4	2,8	3,1	0,5	1,0	9,3	9,6	4,1	2,6

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

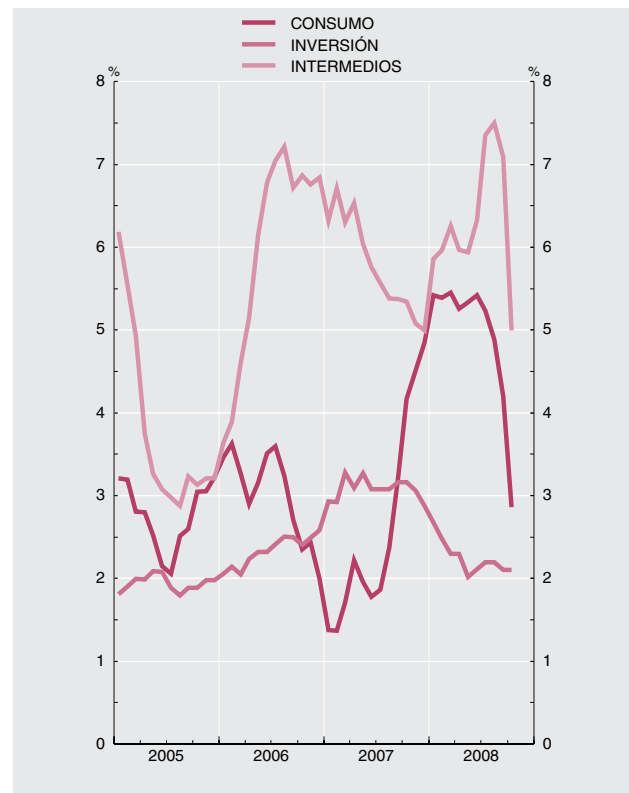
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,4	2,9	13,6
06	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,6
07	MP	122,6	—	3,3	—	2,6	—	3,1	—	5,8	—	0,8	2,8	2,3	1,8	4,8	1,8
07 E-O	MP	122,0	—	2,8	—	2,2	—	3,1	—	5,9	—	-1,1	2,5	2,0	1,8	5,1	0,4
08 E-O	MP	131,5	—	7,8	—	4,9	—	2,2	—	6,3	—	19,8	7,0	4,1	1,9	4,8	17,3
07 Jul	P	122,7	0,3	2,3	0,2	1,9	0,1	3,1	0,2	5,6	0,8	-2,6	1,8	1,9	1,7	4,5	-1,9
Ago	P	122,9	0,2	2,3	0,4	2,4	0,1	3,1	0,2	5,4	-0,4	-2,9	1,8	2,4	1,7	4,2	-2,0
Sep	P	123,3	0,3	3,4	0,5	3,2	0,2	3,2	0,2	5,4	0,5	0,8	2,7	2,9	1,6	4,0	1,7
Oct	P	124,4	0,9	4,7	0,9	4,2	0,1	3,2	0,5	5,3	2,4	6,1	3,3	3,4	1,5	3,9	4,3
Nov	P	125,2	0,6	5,4	0,3	4,5	0,1	3,1	-	5,1	2,7	9,8	4,3	3,7	1,5	3,6	8,1
Dic	P	125,8	0,5	5,9	0,3	4,8	-	2,9	-	5,0	1,7	11,6	4,4	4,0	1,5	3,5	8,6
08 Ene	P	127,4	1,3	6,6	1,0	5,4	0,8	2,7	1,6	5,9	1,8	13,3	5,1	4,3	1,4	3,8	10,8
Feb	P	128,1	0,5	6,6	0,6	5,4	0,3	2,5	1,2	6,0	-0,4	13,3	5,4	4,3	1,5	4,2	11,7
Mar	P	129,2	0,9	6,9	0,4	5,5	0,3	2,3	0,8	6,3	2,4	14,6	5,8	4,7	1,5	4,4	12,7
Abr	P	130,2	0,8	7,2	0,3	5,3	0,1	2,3	0,5	6,0	2,3	16,5	6,2	4,6	1,7	4,3	14,4
May	P	131,8	1,2	7,9	0,2	5,3	0,1	2,0	0,5	5,9	5,1	21,2	7,1	4,5	1,8	4,3	18,2
Jun	P	133,3	1,1	9,0	0,2	5,4	0,1	2,1	0,5	6,3	4,2	25,5	8,0	4,5	2,0	4,9	21,5
Jul	P	135,3	1,5	10,3	0,1	5,2	0,2	2,2	1,1	7,4	4,7	30,3	9,2	4,2	2,1	5,8	25,0
Ago	P	134,2	-0,8	9,2	0,1	4,9	0,1	2,2	0,3	7,5	-4,2	25,3	8,6	3,8	2,2	6,0	22,8
Sep	P	133,3	-0,7	8,1	-0,2	4,2	0,1	2,1	-0,1	7,1	-2,6	21,6	7,9	3,3	2,2	5,8	20,4
Oct	P	131,7	-1,2	5,9	-0,4	2,9	0,1	2,1	-1,5	5,0	-2,9	15,2	6,3	2,6	2,2	4,4	15,8

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

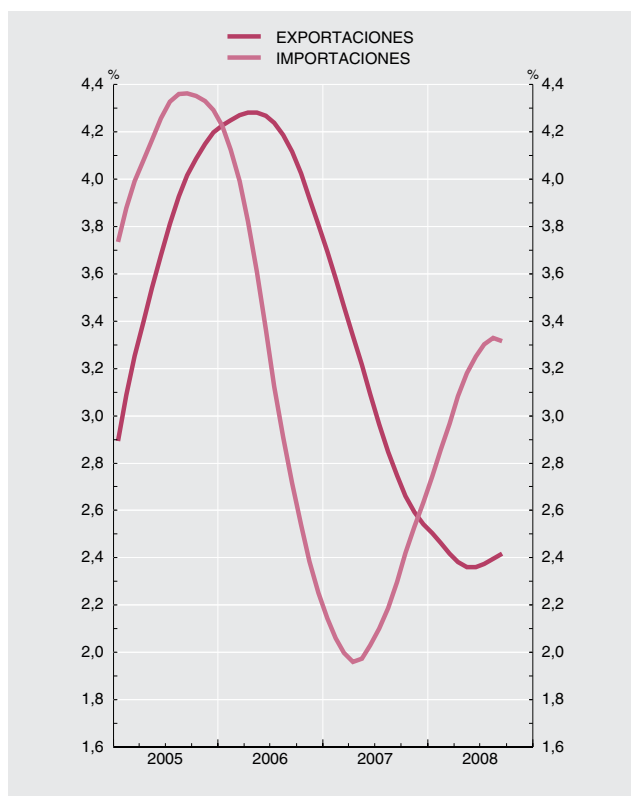
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

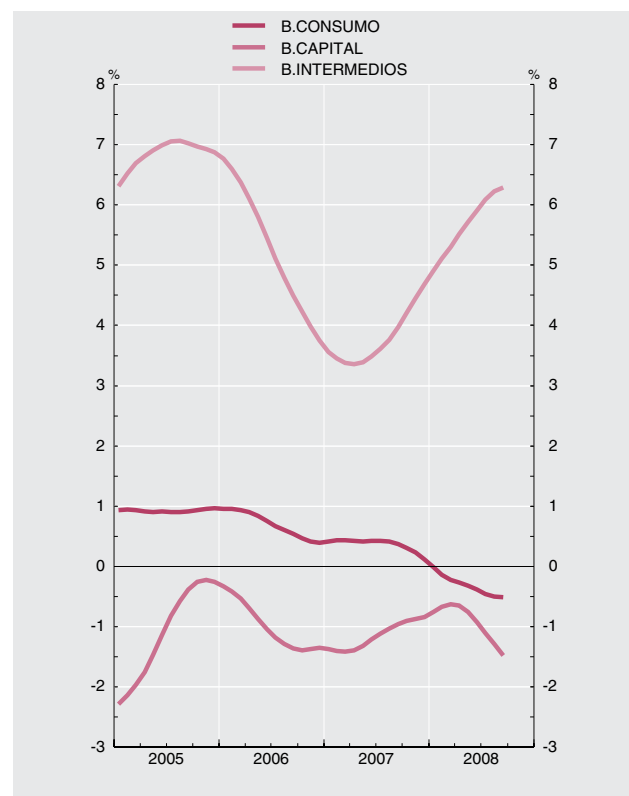
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
07	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
07 E-S	3,0	2,6	0,2	3,9	-3,5	4,4	0,6	2,1	-1,9	0,5	-6,1	3,3
08 E-S	2,0	1,0	2,4	2,6	35,2	-0,3	4,4	-1,8	2,0	7,4	28,9	-0,8
07 Abr	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4	4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
May	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9	6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
Ago	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
Sep	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
Oct	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
Nov	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
Dic	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
08 Ene	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
Feb	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
Mar	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
Abr	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7
May	0,5	-1,4	3,4	1,3	43,8	-1,6	6,4	4,0	3,5	7,8	38,5	-0,3
Jun	0,9	-2,4	3,8	2,5	42,1	-1,4	3,1	-0,5	-0,8	4,9	31,3	-4,8
Jul	2,4	-0,1	2,3	4,2	46,6	-0,3	4,9	-3,8	-3,6	9,8	29,9	0,1
Ago	2,7	1,9	2,4	3,4	18,4	1,0	7,6	-2,5	2,2	13,1	32,0	3,3
Sep	1,1	-1,0	3,9	2,3	23,7	-0,9	4,5	-4,2	-3,3	9,7	24,9	3,0

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

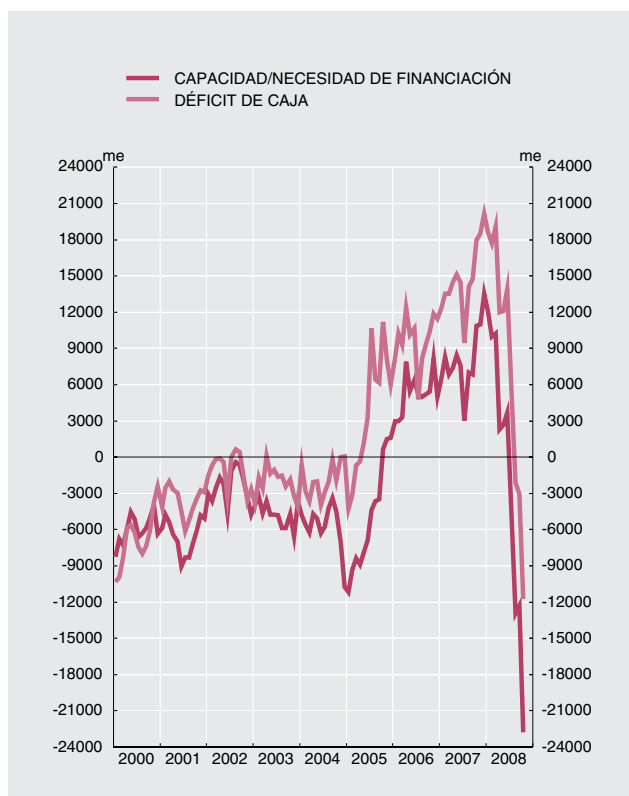
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

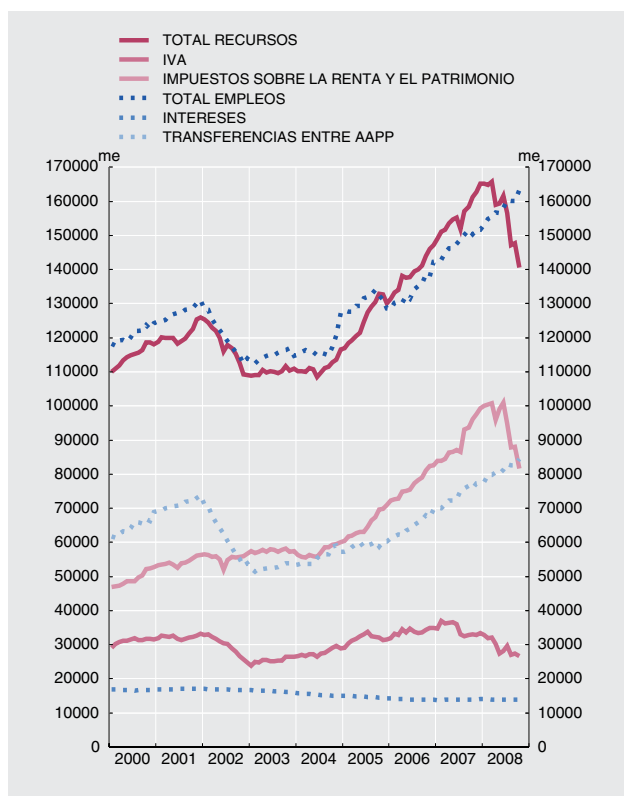
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesí- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
		Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos sobre los productos y sobre importa- ciones excepto IVA	Intere- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patrimo- nio	Resto	Total	Remu- nera- ción de asala- riados	Intere- ses	Trans- fere- ncias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos	
														15=	16	17	
1 = 2-8	2 = 3+7	3	4	5	6	7	8 = 9+13	9	10	11	12	13	15-16	15	16		
99		-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00		-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01		-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02		-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03		-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04		-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05		1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P	13 525	165 179	33 332	12 938	6 857	99 257	12 795	151 654	18 109	14 002	77 436	5 338	36 769	20 135	159 840	139 704
07 E-O	P	27 801	141 360	31 448	10 703	4 545	85 611	9 053	113 559	14 294	11 672	60 883	2 833	23 877	25 079	138 328	113 249
08 E-O	A	-8 531	116 739	24 723	10 712	4 489	68 036	8 779	125 270	15 199	11 631	68 011	3 354	27 075	-6 818	112 640	119 458
08 Feb	A	7 951	20 249	14 649	1 193	211	3 805	391	12 298	1 336	1 058	6 785	155	2 964	9 121	18 802	9 680
Mar	A	-5 988	6 982	499	872	1 092	3 085	1 434	12 970	1 574	1 140	6 733	533	2 990	-2 559	6 546	9 105
Abr	A	5 525	17 805	5 961	953	802	9 437	652	12 280	1 401	1 111	6 408	630	2 730	7 104	18 065	10 961
May	A	-6 179	4 226	-2 603	1 066	163	4 098	1 502	10 405	1 412	1 164	5 317	195	2 317	-5 191	3 678	8 868
Jun	A	-7 316	6 606	816	990	297	2 832	1 671	13 922	2 495	1 134	6 926	54	3 313	-5 250	5 701	10 951
Jul	A	-5 358	11 008	3 014	1 382	323	5 781	508	16 366	1 425	1 193	10 458	612	2 678	-8 488	11 139	19 628
Ago	A	-4 667	5 873	-6 329	1 098	413	10 126	565	10 540	1 385	1 190	5 506	255	2 204	-4 484	4 824	9 308
Sep	A	1 068	12 892	3 662	1 168	604	6 240	1 218	11 824	1 426	1 176	6 228	158	2 836	2 027	11 978	9 950
Oct	A	4 995	20 009	5 997	1 045	251	12 024	692	15 014	1 447	1 263	8 270	757	3 277	6 191	19 074	12 883

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

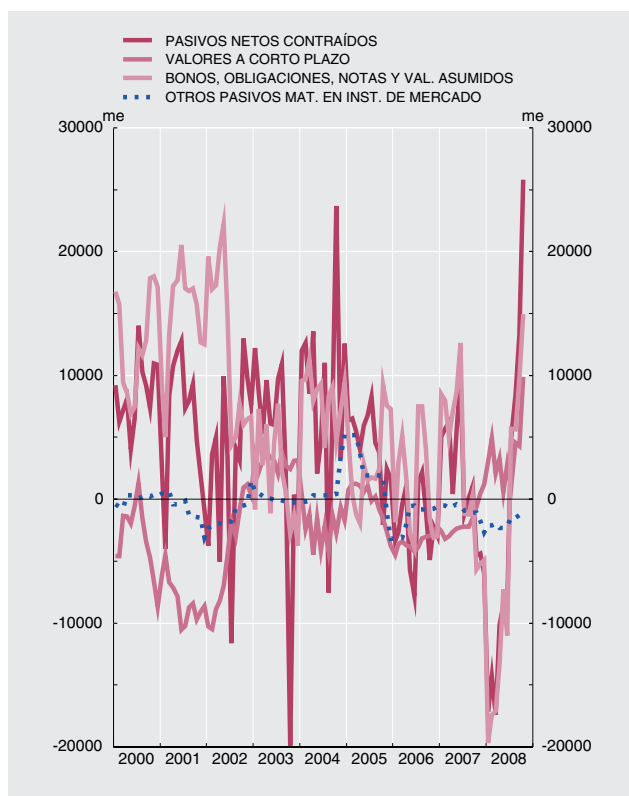
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

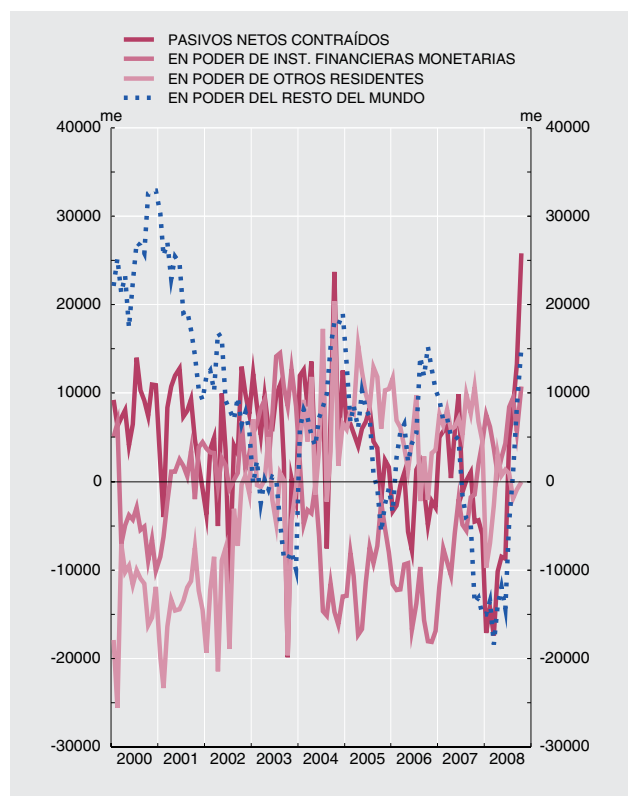
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos						Por sectores de contrapartida			
		Del cual	En monedas distin- tas de la pesa- ta/ euro			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (a)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
				Total	Total						Institu- ciones financie- rias mo- netarias	Otros sectores residen- tes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
99	-7 303	4 217	4 574	11 520	209	-6 629	19 592	-499	-446	-498	-10 505	-7 605	-2 900	22 026	12 018
00	-6 330	4 542	5 690	10 872	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 644	-22 051	-10 117	-11 934	32 924	8 228
01	-5 076	-5 942	-20 141	-866	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 171	-10 072	4 424	-14 496	9 206	305
02	-4 780	2 826	-95	7 606	-888	346	6 655	-486	1 488	-396	1 816	3 148	-1 331	5 790	8 002
03	-3 692	-5 832	0	-2 140	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-758	7 835	8 524	-689	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 804	-0	12 566	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	120	-6 409	-12 978	6 569	18 975	12 446
05	1 590	3 241	0	1 651	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	1 812	2 409	-8 026	10 435	-758	-161
06	P 5 005	2 076	-200	-2 929	175	-2 198	-2 976	-486	-536	3 266	-13 286	-16 867	3 582	10 357	-6 195
07	P 13 525	7 525	65	-6 000	-120	1 206	-4 916	-519	-2 701	929	9 026	4 393	4 633	-15 026	-6 930
07 E-O	P 27 801	15 240	1 895	-12 561	-13	-566	-10 243	-519	-1 116	-117	920	-1 580	2 500	-13 481	-12 444
08 E-O	A -8 531	10 693	14 832	19 224	2 396	8 129	9 621	-583	263	1 795	2 553	4 747	-2 193	16 671	17 429
08 Feb	A 7 951	9 348	25	1 397	7	-1 131	5 433	-	-12	-2 893	-620	975	-1 595	2 017	4 290
Mar	A -5 988	-3 488	0	2 500	3	-617	1 008	-	-96	2 205	4 834	-2 594	7 427	-2 334	295
Abr	A 5 525	6 824	2	1 299	-10	-1 462	4 706	-583	-311	-1 050	-2 080	-7 248	5 168	3 379	2 349
May	A -6 179	-1 357	-99	4 822	2 365	-528	7 119	-	-4	-1 766	3 759	6 653	-2 895	1 063	6 587
Jun	A -7 316	-2 765	98	4 551	7	-426	2 792	-	43	2 143	5 429	3 477	1 952	-878	2 409
Jul	A -5 358	-926	-0	4 432	275	126	1 562	-	22	2 721	1 692	912	780	2 740	1 711
Ago	A -4 667	-5 404	-100	-737	3	2 061	1 022	-	20	-3 841	-3 077	836	-3 914	2 340	3 103
Sep	A 1 068	11 750	82	10 682	-2	2 330	8 060	-	-17	309	1 280	-638	1 918	9 402	10 373
Oct	A 4 995	4 335	14 815	-660	-260	4 371	-7 440	-	0	2 408	510	1 877	-1 367	-1 170	-3 068

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

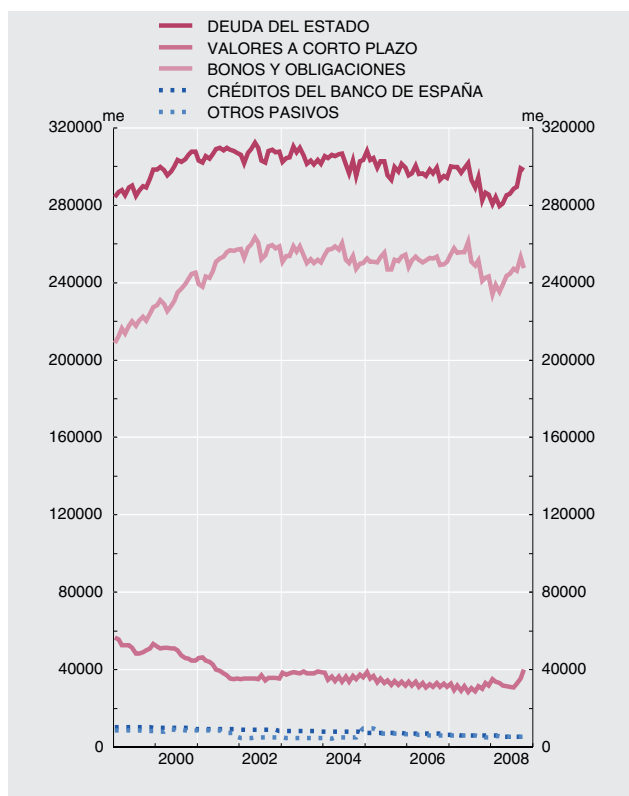
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)									Pro memoria:			
		Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)		
				Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo	
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059	
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185	
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251	
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412	
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310	
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430	
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460	
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04		303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186	
05		299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020	
06	P	294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794	
07	P	285 570	355	31 614	243 159	5 832	4 965	170 996	25 669	145 327	140 243	165	6 162	
08	Ene	A	280 457	348	35 024	234 018	5 832	5 582	164 492	24 609	139 883	140 574	174	6 123
	Feb	A	284 292	340	33 878	239 010	5 832	5 571	166 325	24 609	141 715	142 576	199	6 121
	Mar	A	279 742	327	33 244	235 191	5 832	5 475	167 944	28 416	139 528	140 214	199	6 072
	Abr	A	281 023	76	31 880	238 730	5 249	5 164	166 099	28 314	137 785	143 238	202	5 939
	May	A	285 292	76	31 360	243 522	5 249	5 160	169 508	28 507	141 001	144 291	102	5 940
	Jun	A	285 979	76	31 092	244 434	5 249	5 203	171 927	29 361	142 566	143 413	200	5 918
	Jul	A	288 499	76	30 897	247 128	5 249	5 225	175 272	32 513	142 760	145 739	200	6 332
	Ago	A	289 593	75	32 879	246 220	5 249	5 245	175 075	33 575	141 501	148 093	99	6 613
	Sep	A	299 201	76	35 485	253 239	5 249	5 228	175 206	33 460	141 746	157 455	182	7 614
	Oct	A	298 049	76	39 994	247 578	5 249	5 228	173 993	32 033	141 960	156 088	14 997	7 790

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

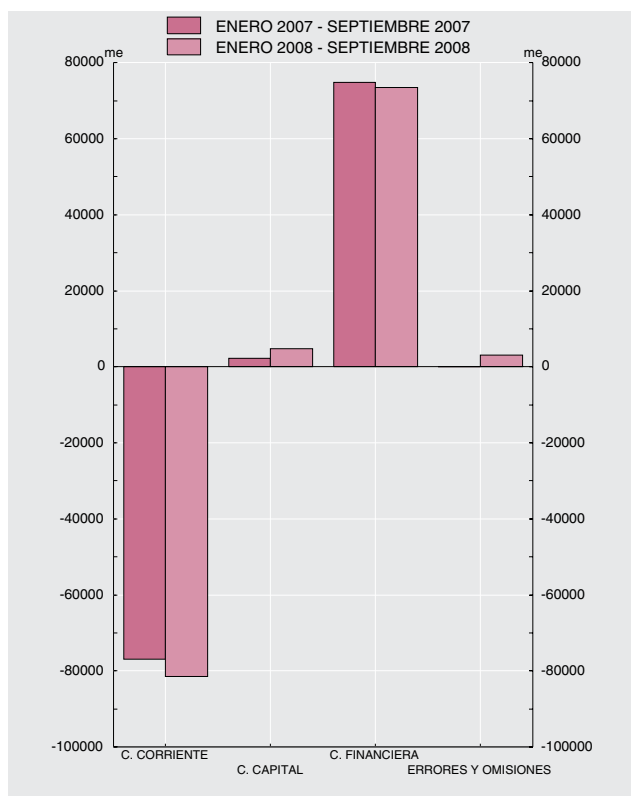
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

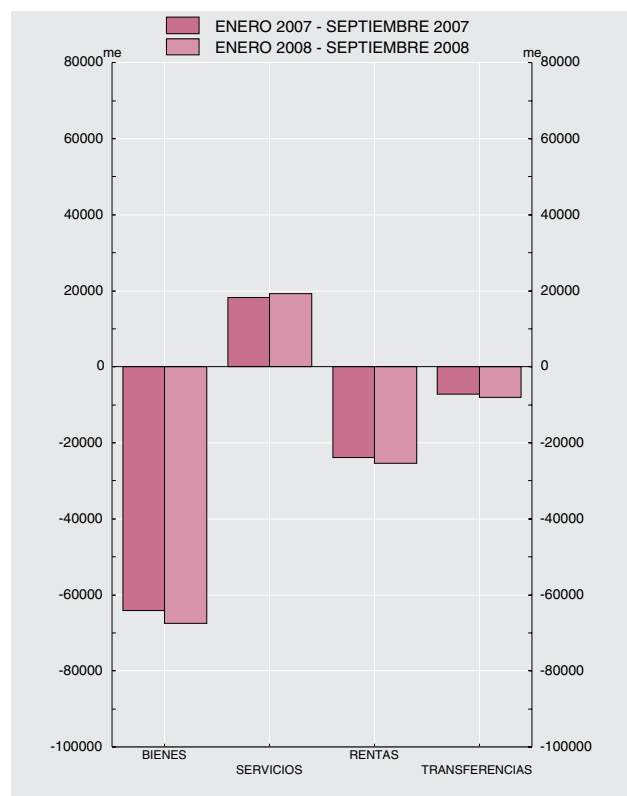
Millones de euros

Cuenta corriente (a)																				
Total (saldo)	Bienes				Servicios				Rentas			Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos									
					Del cual		Del cual													
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes												
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)				
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 126	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139			
06	-87 715	-83 272	175 883	259 154	22 335	84 732	40 715	62 397	13 265	-20 581	44 382	64 963	-6 198	6 196	-81 519	83 276	-1 757			
07	P-105 893	-89 805	187 194	276 999	22 152	94 151	42 171	71 999	14 360	-31 507	52 913	84 420	-6 733	4 516	-101 378	97 633	3 744			
07 E-S	P -77 010	-64 074	138 372	202 447	18 229	70 871	32 948	52 642	10 705	-23 927	38 043	61 970	-7 237	2 227	-74 783	74 799	-16			
08 E-S	P -81 449	-67 416	148 882	216 298	19 262	74 292	33 412	55 029	10 871	-25 336	42 116	67 452	-7 960	4 797	-76 652	73 521	3 130			
07 Jun	P -7 263	-7 548	16 627	24 175	2 380	8 483	4 114	6 102	1 317	-1 930	6 488	8 418	-166	100	-7 163	6 878	285			
Jul	P -10 027	-7 911	15 796	23 707	3 481	10 274	5 070	6 793	1 381	-4 672	4 276	8 948	-925	258	-9 769	8 834	935			
Ago	P -7 515	-7 082	12 530	19 612	3 525	9 679	5 357	6 154	1 584	-3 124	3 178	6 302	-834	101	-7 414	9 778	-2 363			
Sep	P -8 467	-7 615	15 358	22 973	2 809	8 931	4 578	6 122	1 375	-2 540	3 747	6 287	-1 122	148	-8 320	9 464	-1 145			
Oct	P -9 023	-8 445	17 248	25 693	2 317	8 919	4 020	6 602	1 350	-1 766	5 005	6 771	-1 129	838	-8 185	9 282	-1 097			
Nov	P -10 803	-7 904	17 094	24 999	972	7 177	2 799	6 205	1 230	-3 004	3 697	6 701	-867	289	-10 515	9 257	1 258			
Dic	P -9 057	-9 382	14 479	23 861	635	7 185	2 404	6 550	1 076	-2 810	6 168	8 978	2 500	1 162	-7 895	4 295	3 600			
08 Ene	P -11 901	-8 379	15 428	23 808	1 255	7 393	2 771	6 138	1 140	-3 528	4 745	8 273	-1 249	1 234	-10 667	10 145	522			
Feb	P -8 799	-7 317	17 208	24 526	997	6 868	2 452	5 871	1 202	-837	5 144	5 981	-1 642	621	-8 178	9 687	-1 509			
Mar	P -11 415	-8 731	16 432	25 162	1 109	6 825	2 975	5 715	1 062	-2 432	4 651	7 083	-1 361	371	-11 043	10 603	440			
Abr	P -9 051	-7 205	18 577	25 782	1 188	7 201	2 621	6 014	1 005	-2 126	4 411	6 537	-908	268	-8 783	4 628	4 155			
May	P -9 200	-7 206	17 175	24 382	2 325	7 766	3 516	5 441	801	-3 639	5 429	9 068	-679	964	-8 236	8 297	-61			
Jun	P -8 277	-7 884	15 972	23 856	2 836	9 099	4 114	6 262	1 248	-3 049	4 549	7 598	-181	239	-8 038	8 870	-832			
Jul	P -7 383	-7 195	17 721	24 915	3 631	10 453	5 126	6 821	1 381	-3 425	6 280	9 705	-395	318	-7 065	5 949	1 116			
Ago	P -6 932	-7 022	12 498	19 519	3 750	9 724	5 375	5 975	1 539	-2 943	3 011	5 954	-716	406	-6 525	7 480	-955			
Sep	P -8 492	-6 478	17 870	24 348	2 170	8 963	4 463	6 793	1 491	-3 357	3 897	7 253	-828	375	-8 117	7 862	254			

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

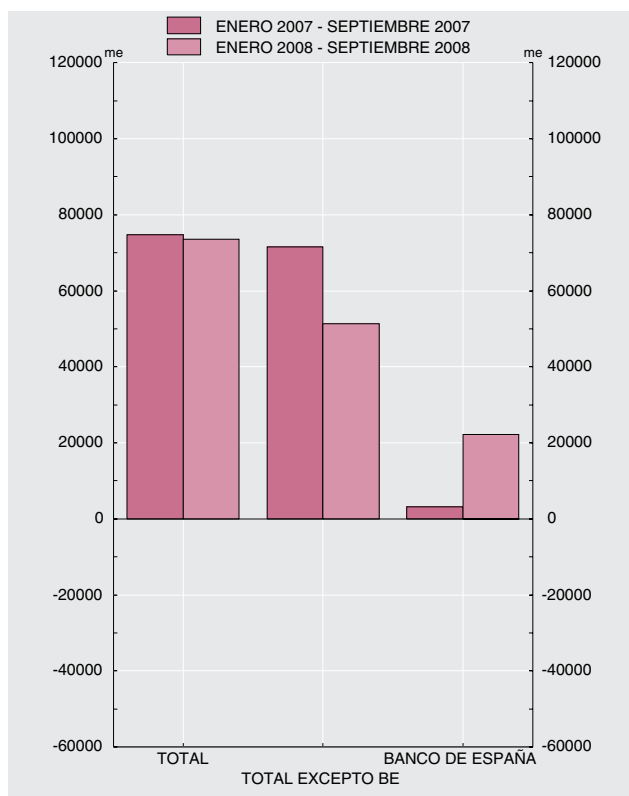
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

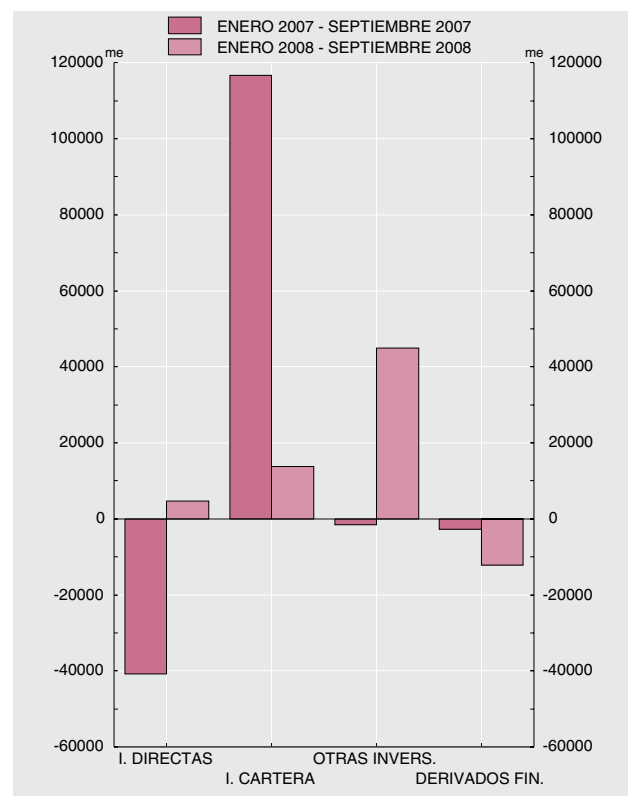
Millones de euros

	Cuenta finan- ciera (VNP- VNA) 1= 2+13	Total, excepto Banco de España											Banco de España			
		Total (VNP- VNA) 2=3+6+ 9+12	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA) 12	Total (VNP- VNA) 13=14+ 15+16	Reser- vas (e) 14	Activos netos frente al Euro- sistema (e) 15	Otros acti- vos netos (VNP- VNA) 16
			Saldo (VNP- VNA) 3=5-4	De España en el exterior (VNA) 4	Del exterior en España (VNP) (b) 5	Saldo (VNP- VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) (c) 8	Saldo (VNP- VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11					
05	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	83 276	109 076	-58 479	79 913	21 434	200 030	-4 092	195 938	-34 393	68 601	34 208	1 919	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	P 97 633	83 311	-49 518	91 722	42 205	103 804	-8 250	95 554	35 718	58 566	94 284	-6 693	14 322	-164	28 329	-13 843
07 E-S	P 74 799	71 584	-40 807	51 883	11 076	116 668	3 040	119 707	-1 610	64 199	62 589	-2 666	3 215	-17	14 612	-11 381
08 E-S	P 73 521	51 337	4 730	32 946	37 676	13 846	-10 231	3 615	44 895	47 412	92 307	-12 134	22 184	-127	20 694	1 618
07 Jun	P 6 878	8 528	-3 020	2 377	-643	14 796	680	15 476	-3 136	11 275	8 139	-112	-1 650	-308	321	-1 663
Jul	P 8 834	10 943	-4 307	8 931	4 624	14 457	-2 630	11 827	2 734	8 430	11 164	-1 942	-2 109	-35	949	-3 023
Ago	P 9 778	-5 943	-759	-2 363	-3 123	-815	-3 505	-4 320	-4 445	7 060	2 615	76	15 721	-6	15 663	64
Sep	P 9 464	468	-7 926	8 301	376	7 039	-7 875	-837	2 673	10 239	12 912	-1 318	8 996	336	9 339	-679
Oct	P 9 282	7 834	-2 938	26 519	23 581	-14 957	-4 825	-19 782	29 085	-2 417	26 669	-3 357	1 448	-111	3 692	-2 132
Nov	P 9 257	2 062	-1 768	3 085	1 317	5 113	-4 795	318	-3 317	20 727	17 411	2 033	7 195	35	7 757	-596
Dic	P 4 295	1 831	-4 004	10 236	6 231	-3 020	-1 669	-4 690	11 559	-23 943	-12 385	-2 703	2 464	-71	2 268	266
08 Ene	P 10 145	4 642	10 407	4 609	15 016	-1 025	-13 006	-14 031	-3 319	34 044	30 725	-1 421	5 502	123	5 483	-104
Feb	P 9 687	9 485	-509	3 362	2 854	-12 466	10 504	-1 962	23 646	12 038	35 684	-1 186	201	-36	61	177
Mar	P 10 603	17 619	-4 178	3 245	-933	-15 047	1 409	-13 638	36 866	-40 633	-3 767	-22	-7 016	22	-7 297	259
Abr	P 4 628	-11 425	957	1 752	2 709	187	-1 938	-1 751	-10 120	20 169	10 050	-2 450	16 053	47	15 869	137
May	P 8 297	10 784	-2 307	3 846	1 539	15 762	-1 239	14 523	1 219	10 193	11 411	-3 889	-2 487	61	-3 443	894
Jun	P 8 870	10 159	7 372	3 796	11 168	6 396	-683	5 713	-1 955	13 871	11 915	-1 653	-1 289	87	-2 056	681
Jul	P 5 949	-1 901	-1 487	3 959	2 472	7 270	-633	6 638	-5 873	962	-4 911	-1 812	7 850	-184	8 024	10
Ago	P 7 480	1 998	-3 387	3 264	-123	8 180	350	8 530	-3 298	9 389	6 091	504	5 482	-146	5 621	7
Sep	P 7 862	9 974	-2 139	5 113	2 974	4 589	-4 997	-408	7 729	-12 621	-4 891	-205	-2 112	-100	-1 569	-444

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

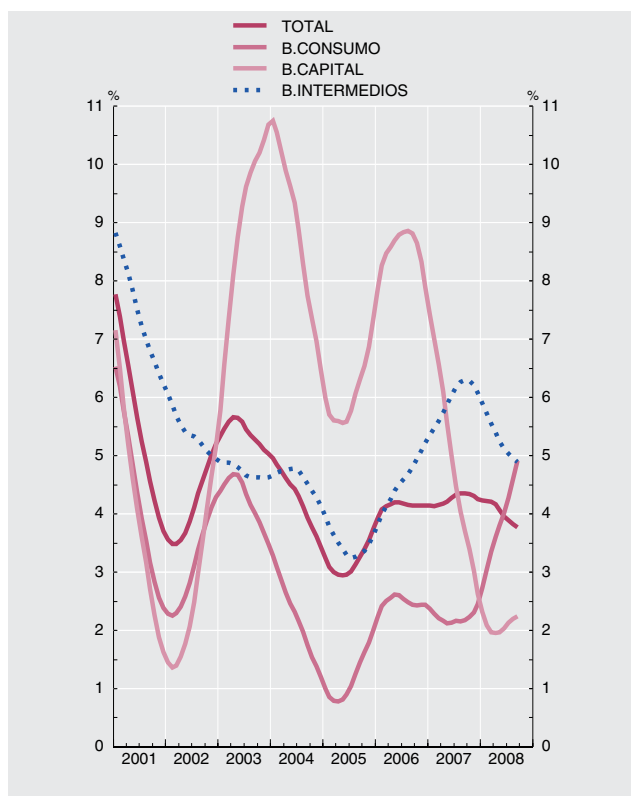
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,4	2,2	38,2	-23,4
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	5,6	4,7
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,2	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5
06	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,7	8,4	17,7	1,2	34,5	12,8	16,5
07	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	24,6	-12,5	23,5	-0,8
07 Ago	12 126	7,6	6,0	-3,8	-8,3	14,8	30,5	13,9	5,0	7,2	3,9	2,9	24,0	-38,6	20,1	9,0
Sep	14 903	5,8	3,4	-0,8	-1,2	7,1	8,6	7,1	0,0	-0,7	0,9	13,7	31,2	-17,4	67,3	-0,7
Oct	16 707	9,5	8,2	2,9	12,7	11,2	31,9	10,4	1,6	2,6	3,7	26,2	44,2	16,6	97,3	-1,5
Nov	16 568	9,7	8,2	-1,8	13,0	15,0	85,3	12,9	4,2	2,0	3,9	-2,4	95,7	7,1	33,5	-8,0
Dic	14 196	-2,4	-2,8	-11,6	-16,8	7,2	-15,8	8,7	4,6	2,5	1,1	-29,1	-6,4	-49,7	-10,0	7,1
08 Ene	14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,4	5,7	-7,4	8,3	-13,5	58,3	-17,5
Feb	16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,4	12,5	-5,7	25,1	-31,9	20,8	11,6
Mar	15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-3,9	-4,6	-15,5	6,4	-3,7	1,7	-18,5
Abr	17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,9	23,8	33,7	27,6	-16,6	45,2	8,8
May	16 621	3,8	3,2	4,9	1,3	2,4	18,8	1,8	2,3	1,8	1,0	12,0	51,2	-15,4	-1,5	4,2
Jun	15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	10,7	-32,5	20,8	0,6
Jul	17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,2	5,1	16,6	68,7	37,3	16,2	23,9
Ago	12 122	-0,0	-2,7	-6,1	-4,9	-0,7	4,8	-1,1	-3,3	-6,0	-2,3	-1,8	12,7	7,1	-0,4	18,8
Sep	17 290	16,0	14,8	29,4	-1,1	8,0	38,5	6,6	18,7	17,6	16,1	0,1	30,8	39,8	-10,5	18,8

POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

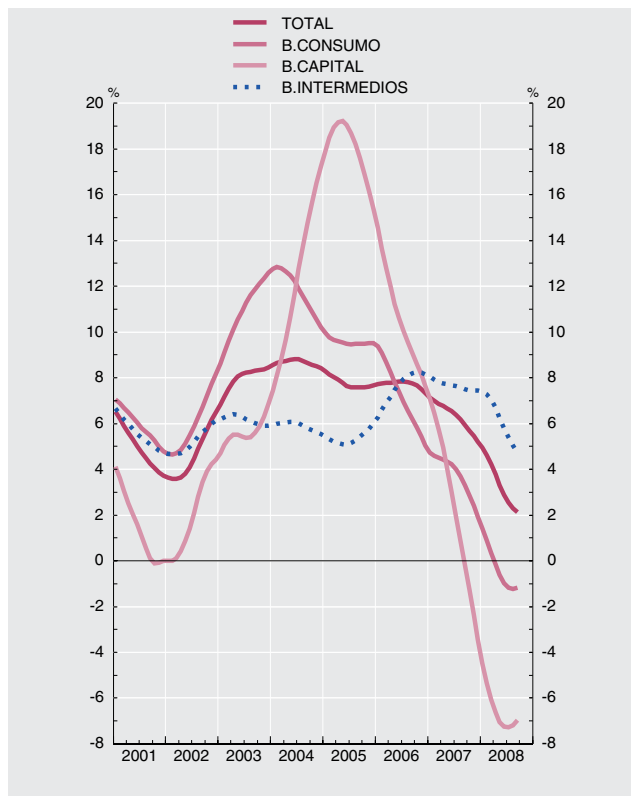
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomi-nal	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	16,6	1,1	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	12,8	7,9	26,8	14,6	
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	37,3	11,2	
06	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	7,9	8,5	14,7	26,5	24,1	22,7	28,6	
07	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-5,7	-6,8	28,7	-3,7	
07 Ago	19 946	3,1	3,7	5,7	-6,2	4,3	-0,3	5,7	4,4	4,2	5,3	38,5	-14,2	1,6	34,0	-9,6	
Sep	23 313	7,2	4,3	4,6	3,0	4,2	1,9	4,7	6,4	6,5	7,0	47,8	-2,1	19,3	24,5	7,4	
Oct	26 017	9,9	7,7	9,2	6,8	7,2	2,6	8,3	9,6	10,3	9,6	61,0	3,2	1,4	27,8	-16,9	
Nov	25 267	5,8	-0,6	-1,3	-1,8	-0,0	-4,4	0,9	6,9	7,0	5,3	12,2	-2,8	-5,4	29,8	-15,9	
Dic	24 030	14,8	17,3	16,3	24,9	16,5	32,0	13,0	18,5	19,8	15,1	-2,3	11,5	-4,3	4,8	-1,6	
08 Ene	24 080	11,5	5,8	-2,6	-18,3	14,1	33,7	9,6	1,7	3,8	6,4	32,5	51,4	7,7	24,3	-8,8	
Feb	24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,7	12,9	36,2	13,6	-14,5	23,7	-9,9	
Mar	25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,6	-5,5	29,7	45,3	0,7	-2,8	-26,1	
Abr	26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	10,9	10,0	13,5	35,6	42,0	34,7	6,9	
May	24 585	2,7	-3,5	-6,5	-22,4	0,9	-4,0	2,0	-3,0	-1,5	-3,5	12,3	42,3	29,5	6,7	-24,6	
Jun	24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,4	-11,1	24,2	54,3	24,6	13,5	-24,3	
Jul	25 201	5,1	0,1	-4,0	-7,8	3,0	22,2	-1,2	-5,4	-7,4	-5,6	22,5	35,5	31,6	15,8	-17,9	
Ago	19 719	-1,1	-8,1	-12,6	-28,1	-3,4	5,0	-5,8	-10,4	-11,0	-10,2	-1,4	50,1	3,2	-0,7	-7,9	
Sep	24 723	6,0	1,5	3,1	-14,0	3,1	18,3	-0,0	0,4	-1,7	-1,7	2,5	35,6	5,8	17,8	-11,1	

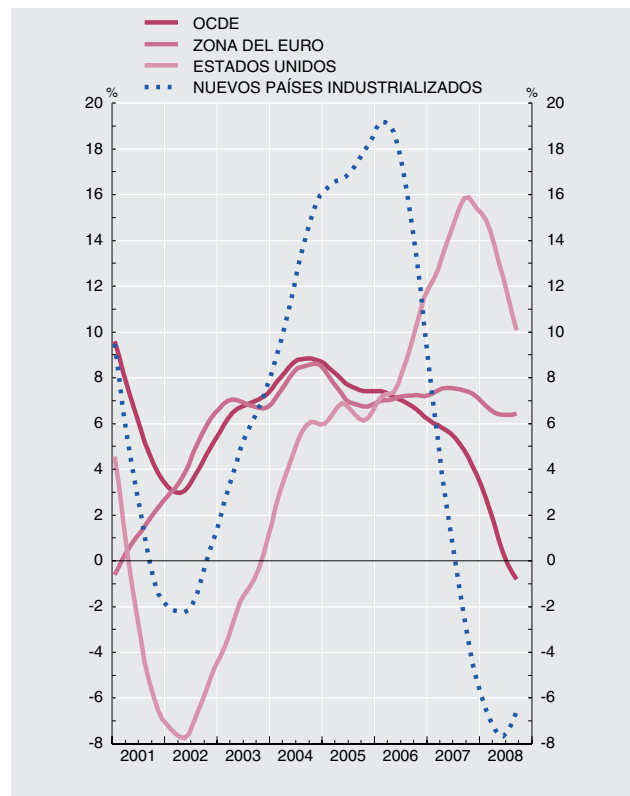
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

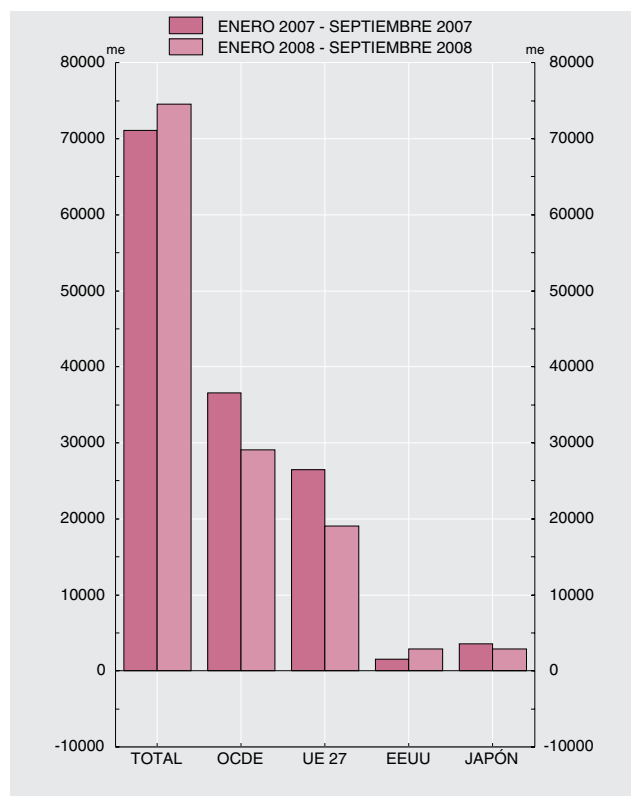
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

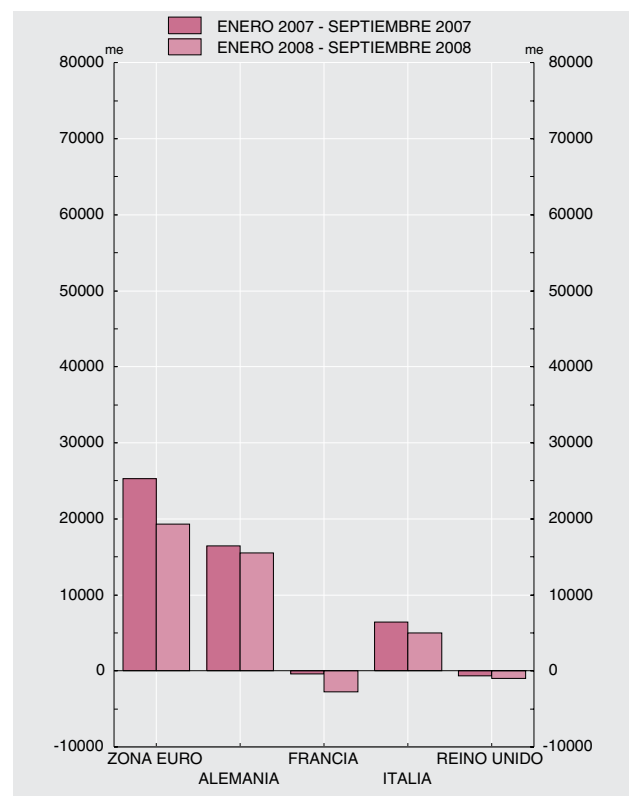
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
		Total	Zona del Euro				Resto de la UE 27		Del cual:							
			Del cual:				Del cual:		Total	EEUU	Japón					
			Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido								
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
03	-46 995	-19 057	-19 307	-13 731	-3 239	-3 517	250	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-5 629	-2 600	
04	-61 486	-25 991	-25 298	-16 282	-3 353	-5 671	-693	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-7 369	-3 104	
05	-77 950	-30 703	-29 334	-16 749	-3 112	-6 938	-1 369	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-10 182	-3 411	
06	-92 249	-33 547	-31 868	-18 689	-1 625	-7 184	-1 679	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-12 647	-4 564	
07	-100 015	-40 176	-37 845	-23 752	-214	-8 375	-2 331	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 044	-3 477	-16 366	-4 347	
07 E-S	-71 108	-26 430	-25 321	-16 475	364	-6 385	-1 109	627	-36 536	-1 509	-3 519	-11 713	-2 739	-12 145	-3 237	
08 E-S	-74 544	-19 036	-19 271	-15 552	2 723	-4 967	235	959	-29 082	-2 900	-2 902	-17 002	-4 112	-13 869	-2 510	
07 Ago	-7 820	-2 994	-2 627	-1 355	-203	-731	-367	-142	-4 070	-196	-352	-1 330	-382	-1 590	-250	
Sep	-8 410	-3 159	-2 950	-1 934	-45	-728	-209	5	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-1 536	-357	
Oct	-9 310	-3 758	-3 485	-2 132	17	-849	-273	-94	-5 072	-346	-476	-1 513	-510	-1 529	-340	
Nov	-8 699	-3 595	-3 434	-2 130	-102	-807	-160	-11	-4 801	-313	-396	-921	-441	-1 747	-386	
Dic	-9 835	-4 800	-4 523	-2 212	-720	-878	-277	-66	-5 665	-190	-317	-1 669	-335	-1 163	-386	
08 Ene	-9 152	-1 863	-1 823	-1 546	367	-542	-40	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	-339	
Feb	-8 074	-2 587	-2 856	-2 110	46	-608	269	335	-3 824	-376	-361	-1 329	-273	-1 513	-279	
Mar	-9 602	-2 251	-2 328	-1 716	174	-574	76	220	-3 579	-468	-437	-1 891	-447	-1 156	-251	
Abr	-8 048	-2 673	-2 620	-2 022	335	-650	-52	130	-3 427	-279	-378	-1 597	-387	-1 396	-302	
May	-7 963	-2 153	-2 291	-2 116	553	-490	139	160	-3 458	-304	-365	-1 771	-516	-1 405	-257	
Jun	-8 662	-2 064	-2 021	-1 726	366	-417	-43	-40	-3 386	-310	-378	-2 434	-523	-1 467	-373	
Jul	-8 012	-2 061	-2 011	-1 736	477	-769	-50	-5	-2 895	-266	-179	-1 808	-488	-1 783	-234	
Ago	-7 597	-2 121	-2 031	-1 091	-199	-472	-90	-6	-2 933	-195	-150	-2 169	-379	-1 578	-196	
Sep	-7 433	-1 262	-1 289	-1 489	604	-446	27	93	-2 222	-262	-250	-1 841	-590	-1 861	-279	

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

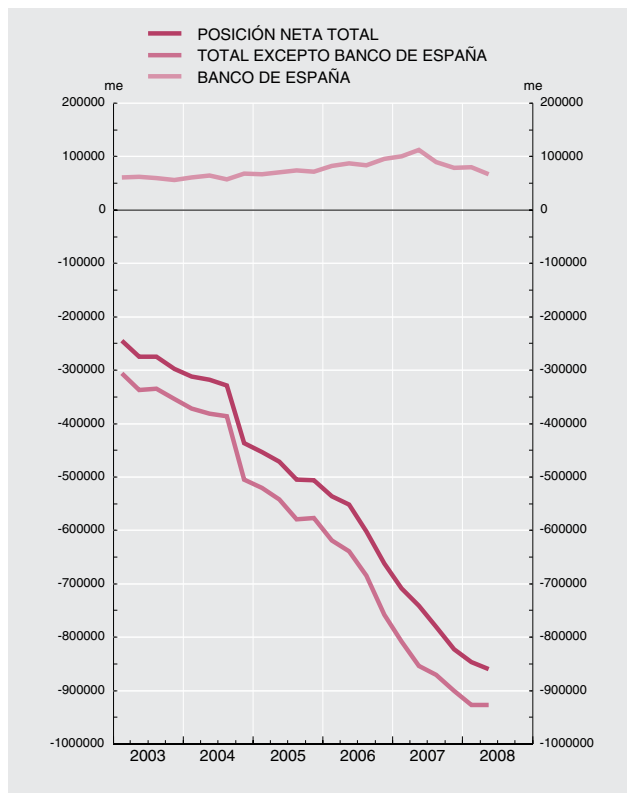
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

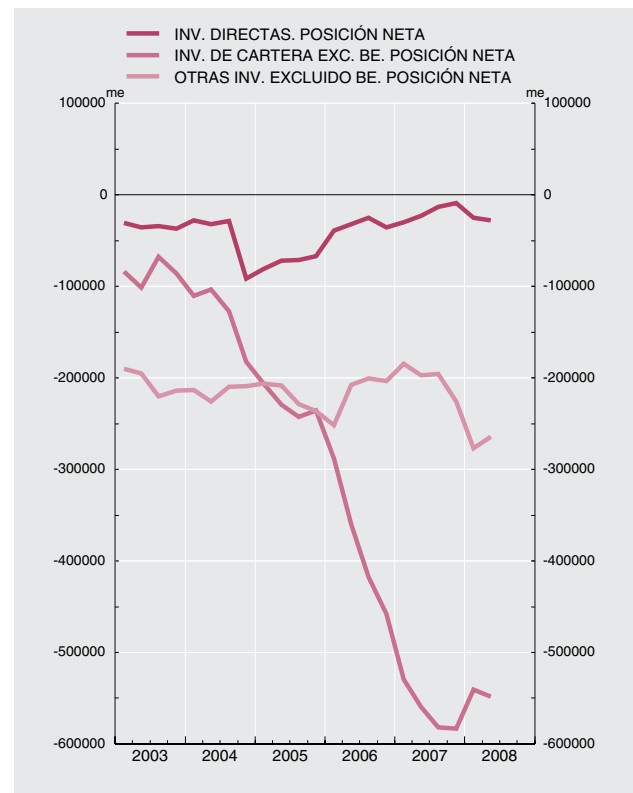
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos - pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16		
00	R	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01		-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02		-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03		-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04		-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05	I	-471,6	-541,8	-71,8	235,9	307,7	-261,4	390,8	652,2	-208,5	254,9	463,4	-	70,2	13,7	22,0	34,5
06	II	-505,3	-578,9	-71,1	240,4	311,5	-278,9	417,7	696,6	-228,9	254,7	483,6	-	73,6	14,0	21,2	38,4
07	III	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	-	71,7	14,6	17,1	40,1
08	IV																
09		-535,8	-618,2	-39,4	287,9	327,3	-327,1	476,7	803,8	-251,7	285,2	536,9	-	82,4	15,4	26,8	40,3
10	I	-551,4	-638,7	-31,8	301,5	333,3	-399,2	444,3	843,5	-207,6	300,6	508,3	-	87,3	14,6	32,2	40,5
11	II	-601,9	-685,2	-25,4	317,7	343,0	-459,1	447,7	906,8	-200,8	315,4	516,2	-	83,4	15,0	25,4	43,0
12	III	-661,9	-757,6	-35,7	316,2	351,9	-508,9	455,7	964,6	-203,4	327,3	530,7	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
13	IV																
14		-708,3	-808,7	-30,2	321,6	351,8	-582,4	461,0	1 043,3	-184,8	360,9	545,7	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
15	I	-741,4	-853,5	-22,9	350,9	373,7	-617,2	471,0	1 088,2	-197,5	364,8	562,3	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
16	II	-780,9	-870,5	-13,2	361,9	375,1	-643,4	455,2	1 098,6	-196,0	387,4	583,4	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
17	III	-822,1	-901,1	-8,9	400,6	409,5	-647,6	443,3	1 090,8	-225,8	382,8	608,5	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
18	IV																
19		-846,6	-927,2	-25,0	401,5	426,4	-604,9	413,9	1 018,8	-276,6	383,2	659,9	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
20	I	-859,3	-926,5	-28,0	413,5	441,6	-610,3	399,6	1 009,9	-264,7	420,5	685,2	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
21	II																

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

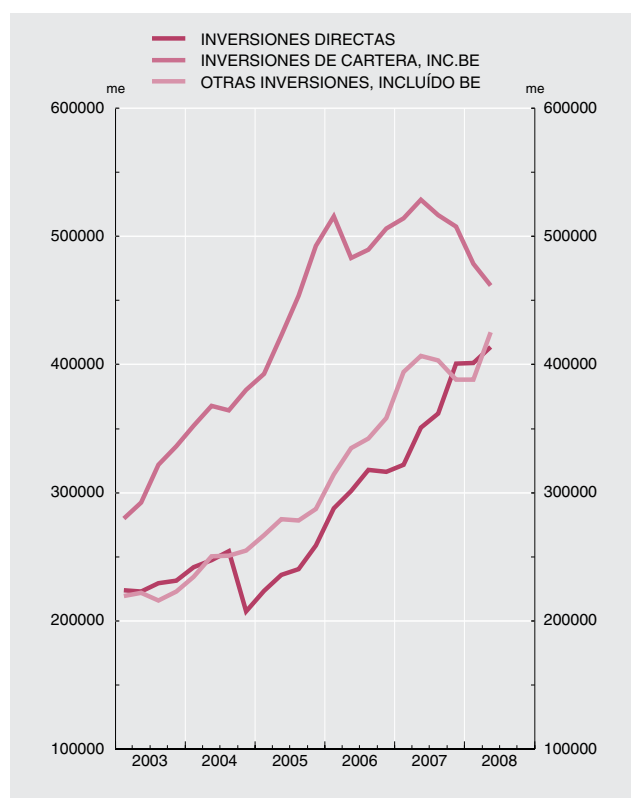
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

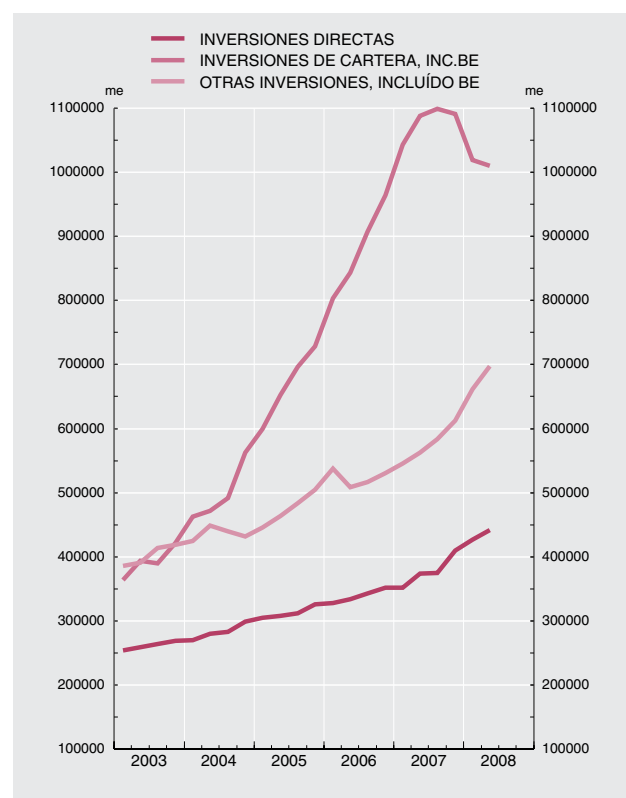
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y otras participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 //	214 859	21 031	238 398	69 311	83 676	339 219	178 505	473 699	279 362	463 496	-	-
06 ///	218 375	22 071	238 869	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
07 IV	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
08 /	269 390	18 489	252 911	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	314 147	537 453	-	-
09 //	279 487	22 009	259 513	73 829	122 047	361 127	206 547	636 951	334 801	508 589	-	-
10 ///	296 551	21 121	263 163	79 872	126 170	363 383	232 494	674 271	342 224	516 474	-	-
11 IV	293 477	22 720	271 454	80 448	133 193	373 001	245 683	718 897	358 033	530 980	32 973	42 569
12 /	300 802	20 786	274 050	77 756	140 704	373 512	256 533	786 784	394 279	545 991	33 197	44 487
13 //	335 434	15 423	289 106	84 628	153 730	374 852	269 506	818 657	406 888	562 728	39 921	55 856
14 ///	340 645	21 250	293 224	81 891	142 095	374 617	273 560	825 065	403 281	583 644	44 181	62 069
15 IV	375 023	25 606	319 924	89 577	134 762	372 789	286 207	804 620	387 983	612 075	44 642	63 487
16 /	375 363	26 089	340 355	86 053	100 981	377 430	238 021	780 731	388 188	661 712	53 297	74 001
17 //	386 308	27 228	351 736	89 845	95 777	365 842	219 644	790 275	425 276	697 482	58 579	82 016

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

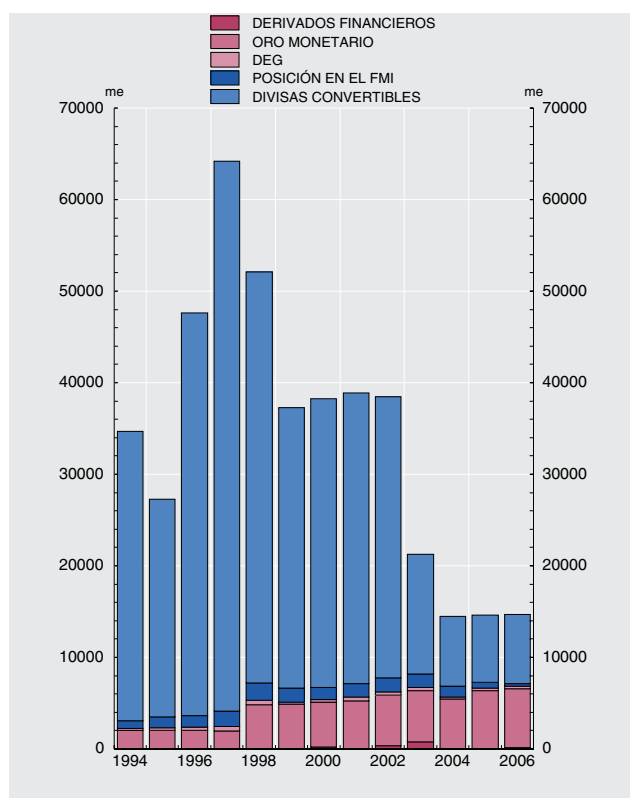
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

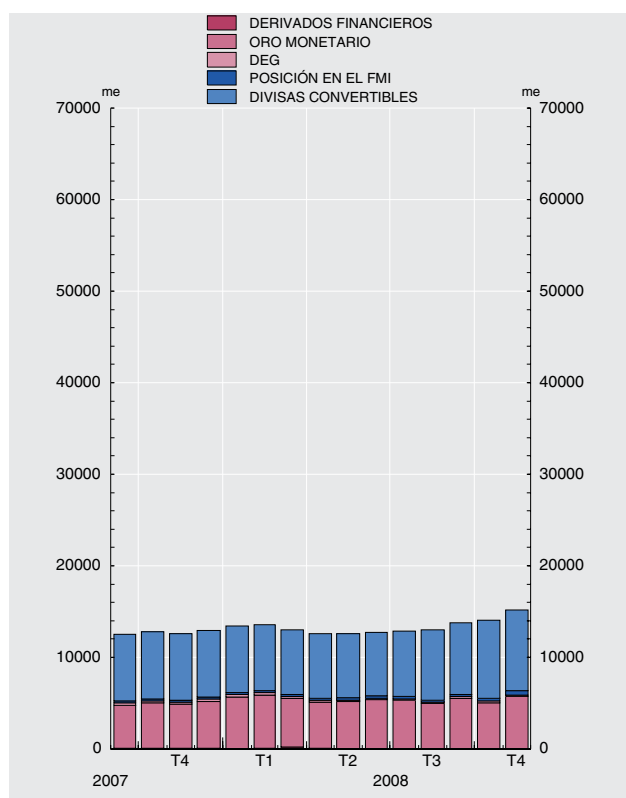
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07 Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1
Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1
Nov	12 559	7 221	225	236	4 809	68	9,1
Dic	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
08 Ene	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1
Feb	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
Mar	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1
Abr	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
May	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
Jun	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1
Jul	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1
Ago	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1
Sep	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1
Oct	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
Nov	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias					
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo		
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
04 //	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676	
///	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974	
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071	
05 /	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301	
//	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810	
///	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776	
IV	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887	
06 /	1 238 547	214 078	4 628	14	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115	
//	1 258 074	213 343	3 620	348	191 381	17 995	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443	
///	1 307 710	214 178	6 070	1 472	188 569	18 066	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224	
IV	1 369 911	215 581	4 836	665	191 871	18 209	-	622 804	6 252	277 169	236 038	103 344	
07 /	1 460 794	219 410	4 901	40	195 781	18 688	-	658 078	11 331	295 511	252 211	99 026	
//	1 521 801	215 158	5 446	444	190 503	18 765	-	684 725	11 316	294 386	269 682	109 341	
///	1 541 178	207 164	4 820	1 326	182 455	18 564	-	707 003	15 079	308 877	273 907	109 139	
IV	1 560 447	197 853	4 505	875	173 414	19 059	-	723 912	16 802	327 376	265 459	114 275	
08 /	1 585 473	194 437	6 451	553	167 692	19 741	-	767 428	19 368	380 511	256 256	111 293	
//	1 636 873	196 530	5 709	155	170 922	19 744	-	791 485	20 093	399 577	258 407	113 409	

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria			Otros sectores residentes							Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
04 //	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075
04 ///	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331
04 IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307
05 /	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712
05 //	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573
05 ///	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893
05 IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034
06 /	535	535	322 467	2 905	19 460	408	195 679	102 876	360	1 139	111 945	46 934	65 011
06 //	328	328	350 967	4 283	18 444	330	226 684	100 265	352	961	112 534	47 590	64 944
06 ///	316	316	373 904	4 641	22 235	830	244 071	101 210	348	918	116 965	51 034	65 932
06 IV	281	281	411 212	4 786	22 925	694	275 114	107 138	338	555	120 034	49 496	70 537
07 /	322	322	454 965	5 303	21 611	541	317 258	109 319	334	932	128 019	49 859	78 160
07 //	423	423	481 079	5 418	27 003	1 054	336 291	110 290	331	1 022	140 416	50 248	90 167
07 ///	277	277	494 265	2 153	22 188	837	346 652	121 441	339	994	132 469	51 901	80 568
07 IV	3 550	3 550	491 381	201	20 324	277	344 239	125 648	330	692	143 752	54 737	89 015
08 /	1 855	1 855	478 724	827	19 821	401	330 137	126 909	319	628	143 029	55 876	87 153
08 //	12 326	12 326	487 416	5 749	21 325	1 254	329 396	129 063	316	628	149 116	60 777	88 339

FUENTE: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
07 Jun	437 672	288 001	150 003	-300	-	223	254	250 320	628 080	50 988	326 083	102 665	187 353
Jul	452 764	302 818	150 003	114	-	138	308	259 984	637 586	54 551	316 884	115 269	192 780
Ago	452 514	282 934	160 437	9 185	-	238	280	253 724	640 337	47 773	317 108	117 278	198 790
Sep	453 016	219 501	235 000	-888	-	321	918	262 862	636 467	63 672	317 895	119 383	190 154
Oct	442 998	183 479	265 003	-4 978	-	152	658	252 295	639 176	60 888	327 814	119 954	190 703
Nov	439 982	171 319	270 460	-1 261	-	108	645	242 541	640 840	55 191	327 447	126 042	197 440
Dic	467 813	259 094	274 422	-65 014	-	314	1 003	260 023	663 813	51 566	331 310	124 047	207 790
08 Ene	438 306	191 905	268 486	-21 373	-	199	911	245 582	658 002	52 664	354 557	110 527	192 724
Feb	443 028	175 548	268 494	-762	-	158	410	238 533	651 786	52 814	348 531	117 537	204 496
Mar	470 375	198 667	268 696	3 286	-	196	470	254 680	659 638	68 872	341 404	132 425	215 695
Abr	458 583	166 978	292 729	-676	-	111	558	258 599	662 688	74 650	360 191	118 549	199 984
May	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453
Jun	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099
Jul	458 121	166 956	292 400	-634	-	56	657	250 649	683 700	63 596	374 744	121 903	207 473
Ago	462 440	163 524	300 014	-1 000	-	90	188	247 021	686 797	58 194	376 096	121 875	215 420
Sep	471 362	166 660	305 321	6 584	-	2 284	9 487	241 752	682 161	55 504	392 028	103 885	229 611
Oct	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049
Nov	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
	14=15+16+17+18+19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25-26-27	24	25	26		27	28
07 Jun	18 244	15 824	2 419	-	-	-	0	-34 802	-4 787	37 642	84 836	27 165	9 180	65 180	20 191
Jul	18 325	15 804	2 520	2	-	-	2	-27 106	-4 787	29 122	85 999	20 438	8 477	68 837	21 095
Ago	18 180	15 657	2 341	183	-	-	1	-24 045	-4 787	25 767	85 141	18 069	8 312	69 131	21 245
Sep	20 942	12 319	8 673	-49	-	-	1	-17 669	-4 787	23 288	83 558	17 363	8 210	69 423	20 111
Oct	35 401	18 311	17 821	-734	-	3	0	-5 873	-4 787	24 122	82 899	20 605	8 430	70 952	21 938
Nov	40 374	19 314	21 172	-90	-	-	21	291	-4 787	24 657	81 859	23 257	8 463	71 996	20 214
Dic	44 088	33 527	18 781	-8 202	-	-	17	4 278	-4 787	20 766	84 039	17 913	9 107	72 079	23 831
08 Ene	39 645	28 261	14 356	-2 957	-	22	37	4 993	-4 787	18 104	82 646	18 048	11 174	71 416	21 336
Feb	44 170	24 201	20 086	-115	-	1	3	7 985	-4 787	18 829	80 774	19 962	9 836	72 071	22 143
Mar	44 173	21 534	22 480	161	-	-	2	6 549	-4 787	18 842	81 638	19 314	9 313	72 798	23 569
Abr	47 940	18 749	29 240	-27	-	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	73 045	22 121
May	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	0	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	72 149	24 263
Jun	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	79 207	23 987	11 228	72 960	24 559
Jul	49 384	15 745	33 727	-77	-	0	11	18 770	-4 787	11 374	79 782	16 554	12 134	72 828	24 027
Ago	46 741	12 338	34 467	-62	-	0	1	20 634	-4 787	6 400	78 759	13 276	12 171	73 465	24 495
Sep	49 144	10 689	38 695	204	-	50	493	21 118	-4 787	5 006	76 660	14 077	11 885	73 846	27 807
Oct	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	73 837	25 459
Nov	58 218	33 238	58 454	-764	-	210	32 921	15 379	-4 787	21 135	79 783	34 089	18 251	74 485	26 490

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

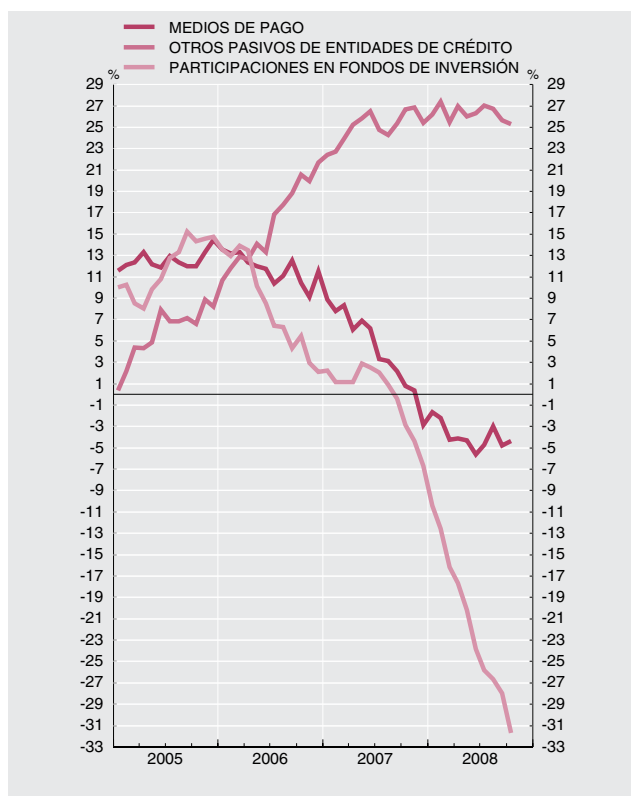
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

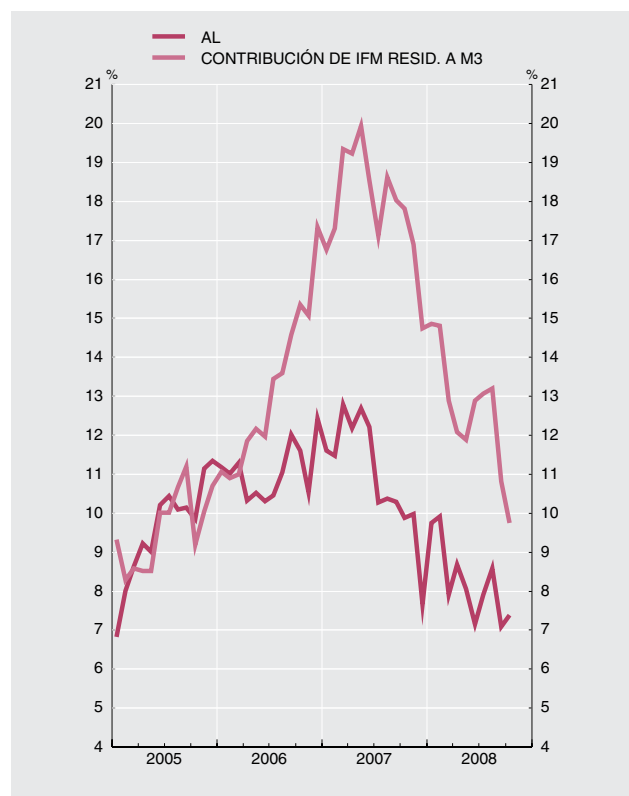
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	459 550	14,4	16,1	14,0	300 683	8,2	10,5	-3,8	6,8	220 195	14,7	7,6	22,3	11,3	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 945	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
07	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 887	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
07 Jul	502 872	3,3	6,1	2,6	416 149	24,8	27,0	16,0	8,3	227 973	2,1	-4,3	7,1	10,3	17,1
Ago	491 707	3,1	6,7	2,3	423 736	24,3	26,3	16,1	10,5	227 517	0,9	-2,4	3,6	10,4	18,6
Sep	501 220	2,2	5,6	1,4	430 194	25,4	27,9	13,5	12,1	223 556	-0,4	-1,7	0,6	10,3	18,0
Oct	485 437	0,8	4,9	-0,2	440 112	26,7	29,8	12,5	5,6	220 368	-2,8	-5,0	-1,2	9,9	17,8
Nov	488 042	0,4	3,9	-0,4	449 335	26,8	30,0	13,4	1,1	214 662	-4,4	-3,6	-5,0	10,0	16,9
Dic	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 887	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
08 Ene	482 419	-1,7	1,8	-2,5	471 776	26,2	30,0	10,1	-6,7	202 055	-10,4	3,9	-20,6	9,8	14,9
Feb	480 366	-2,2	1,5	-3,1	484 435	27,4	31,2	10,6	-7,4	197 551	-12,6	2,4	-23,1	9,9	14,8
Mar	480 679	-4,2	-0,3	-5,2	491 896	25,5	29,7	8,7	-15,4	191 835	-16,1	-0,3	-27,6	7,9	12,9
Abr	471 052	-4,1	-0,6	-5,0	503 330	27,0	31,6	5,8	-10,7	188 671	-17,7	-1,3	-29,3	8,7	12,1
May	477 181	-4,3	-1,3	-5,0	509 408	26,0	31,5	2,5	-19,6	184 057	-20,2	-3,4	-31,9	8,1	11,9
Jun	487 867	-5,6	-2,5	-6,3	522 663	26,3	30,7	4,7	2,5	174 927	-23,9	-6,9	-35,8	7,1	12,9
Jul	479 267	-4,7	-3,3	-5,0	528 735	27,1	31,7	6,2	-9,5	169 177	-25,8	-9,2	-37,6	7,9	13,1
Ago	477 146	-3,0	-4,2	-2,7	537 034	26,7	31,8	2,9	-7,3	166 834	-26,7	-12,1	-37,6	8,6	13,2
Sep	477 402	-4,8	-5,0	-4,7	540 684	25,7	29,6	8,7	-11,7	160 985	-28,0	-14,3	-38,4	7,1	10,8
Oct	464 240	-4,4	-0,2	-5,4	551 508	25,3	27,8	18,3	-18,8	150 491	-31,7	-15,9	-43,4	7,4	9,7

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

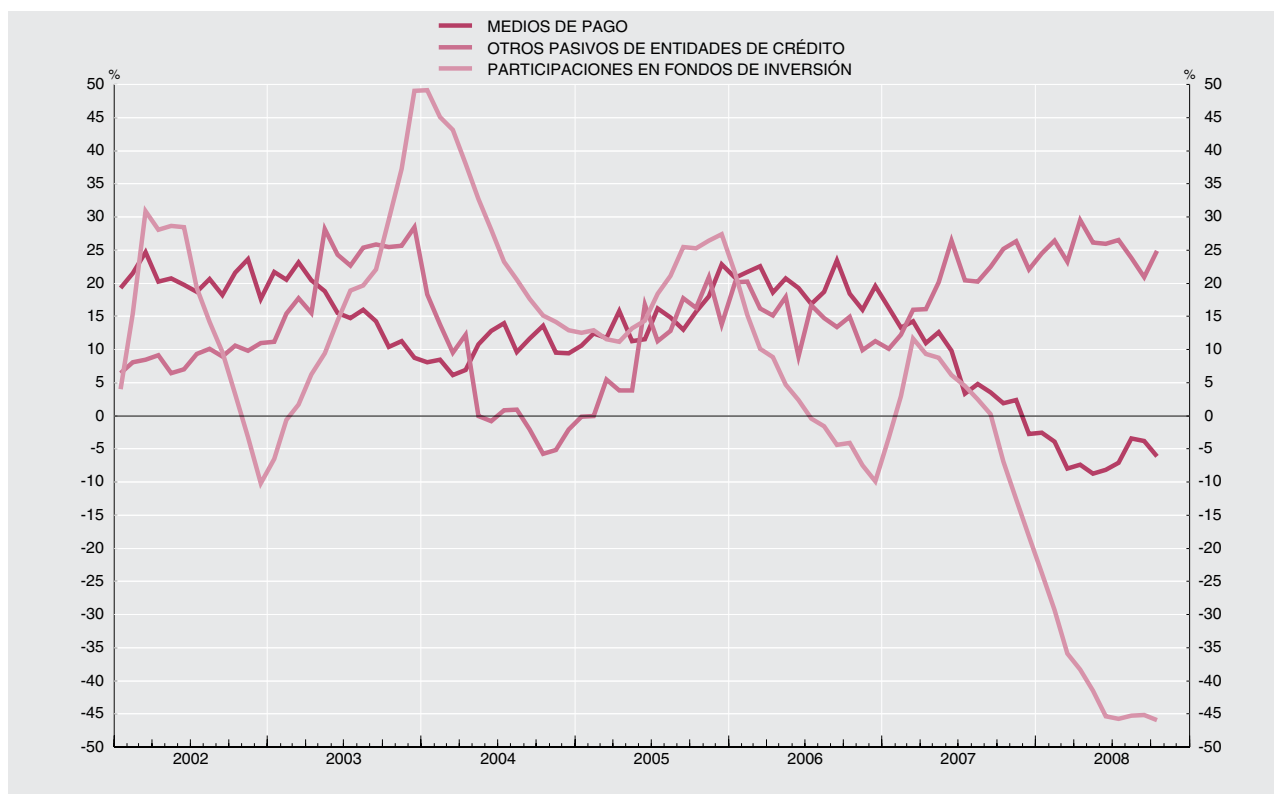
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	114 876	22,9	70 970	13,8	30,5	-3,4	29 442	27,4	13,9	41,4
06	137 357	19,6	78 991	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
07	133 623	-2,7	96 473	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
07 Jul	128 420	3,4	86 700	20,5	30,3	5,3	27 707	4,5	0,8	7,4
Ago	126 227	4,8	89 961	20,2	27,4	9,1	27 100	2,5	1,7	3,1
Sep	132 591	3,5	92 028	22,5	30,7	9,3	26 101	0,3	1,5	-0,7
Oct	125 602	1,9	93 151	25,2	35,8	7,6	24 743	-6,9	-8,1	-6,1
Nov	129 238	2,4	95 094	26,3	37,4	7,1	23 169	-12,6	-11,8	-13,1
Dic	133 623	-2,7	96 473	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
08 Ene	125 515	-2,6	96 677	24,5	36,2	3,6	21 186	-23,7	-8,4	-34,6
Feb	124 705	-3,9	99 357	26,4	38,6	3,9	20 412	-29,4	-14,0	-40,2
Mar	123 864	-8,0	101 593	23,2	35,6	0,6	19 513	-35,9	-20,6	-47,1
Abr	119 348	-7,4	104 782	29,6	44,4	1,1	18 395	-38,3	-22,1	-49,9
May	121 938	-8,7	106 538	26,1	43,1	-4,8	17 129	-41,5	-24,6	-53,3
Jun	126 150	-8,1	113 188	25,9	35,7	7,1	15 559	-45,4	-28,0	-57,6
Jul	119 262	-7,1	109 727	26,6	38,1	4,6	15 040	-45,7	-28,5	-58,0
Ago	121 930	-3,4	111 438	23,9	38,2	-2,1	14 831	-45,3	-29,5	-57,1
Sep	127 512	-3,8	111 281	20,9	30,6	2,3	14 303	-45,2	-30,0	-56,8
Oct	117 859	-6,2	116 336	24,9	30,7	12,7	13 385	-45,9	-28,6	-58,7

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

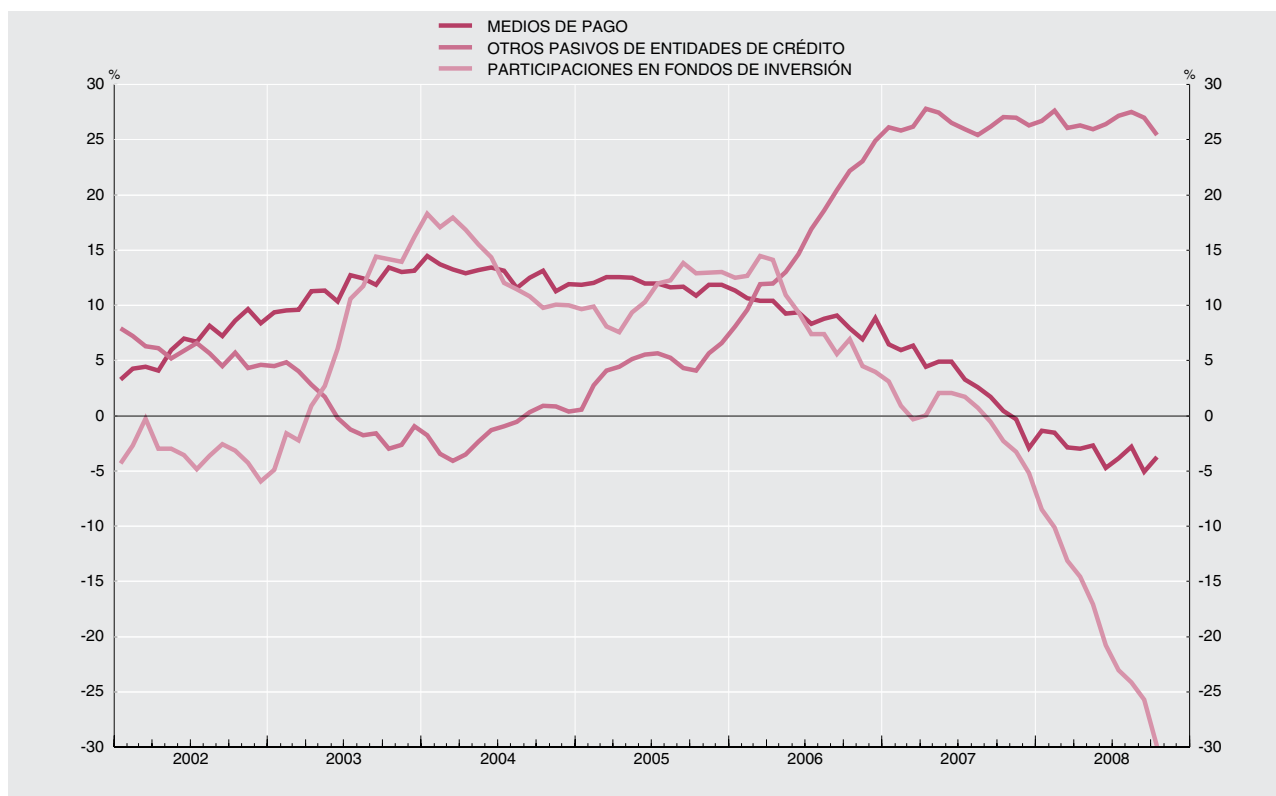
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	344 674	11,9	14,3	11,2	229 713	6,6	7,3	1,0	190 753	13,0	6,7	19,6
06	375 224	8,9	9,2	8,8	286 954	24,9	23,8	34,4	198 328	4,0	-9,3	16,5
07	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 414	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
07 Jul	374 452	3,3	6,1	2,4	329 449	25,9	26,3	22,9	200 266	1,7	-4,9	7,1
Ago	365 480	2,6	6,8	1,3	333 776	25,4	26,1	20,6	200 417	0,7	-3,0	3,7
Sep	368 629	1,7	5,8	0,5	338 165	26,2	27,4	16,8	197 455	-0,5	-2,2	0,8
Oct	359 835	0,4	5,2	-1,0	346 961	27,1	28,7	14,3	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
Nov	358 804	-0,3	4,3	-1,7	354 241	27,0	28,6	14,1	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
Dic	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 414	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08 Ene	356 904	-1,4	2,3	-2,5	375 098	26,7	28,8	9,5	180 868	-8,5	5,7	-18,6
Feb	355 661	-1,6	2,0	-2,6	385 078	27,6	29,8	9,8	177 139	-10,1	4,8	-20,6
Mar	356 815	-2,9	0,2	-3,8	390 303	26,0	28,5	6,6	172 322	-13,1	2,8	-24,6
Abr	351 704	-3,0	-0,1	-3,9	398 548	26,3	29,2	3,8	170 276	-14,6	1,8	-26,3
May	355 242	-2,7	-0,7	-3,3	402 870	26,0	29,3	0,6	166 928	-17,1	-0,3	-28,8
Jun	361 717	-4,7	-1,9	-5,6	409 475	26,4	29,6	2,1	159 367	-20,8	-4,0	-32,7
Jul	360 005	-3,9	-2,8	-4,2	419 008	27,2	30,4	2,0	154 137	-23,0	-6,6	-34,8
Ago	355 215	-2,8	-3,7	-2,5	425 596	27,5	30,5	3,5	152 002	-24,2	-9,7	-34,9
Sep	349 891	-5,1	-4,5	-5,3	429 402	27,0	29,4	6,7	146 683	-25,7	-12,2	-36,0
Oct	346 381	-3,7	0,1	-5,0	435 172	25,4	27,2	9,7	137 106	-29,9	-14,3	-41,4

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

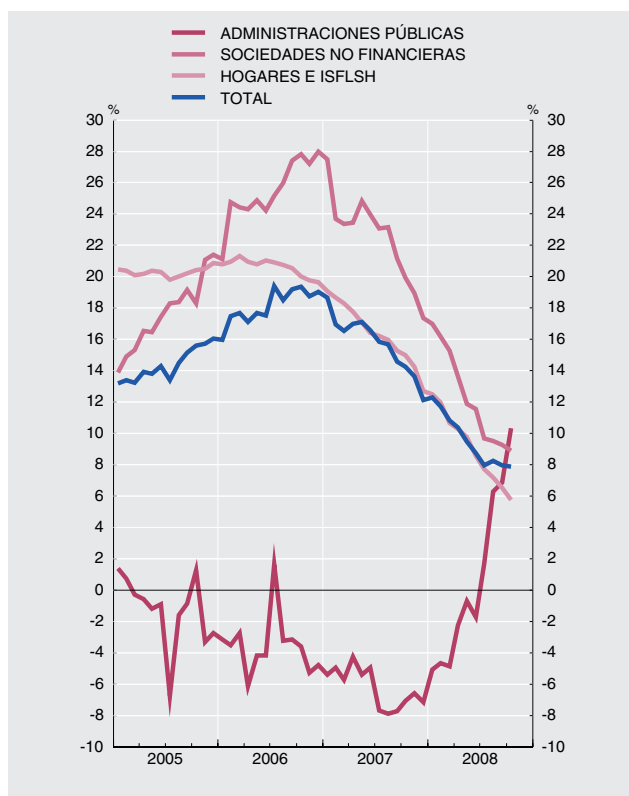
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

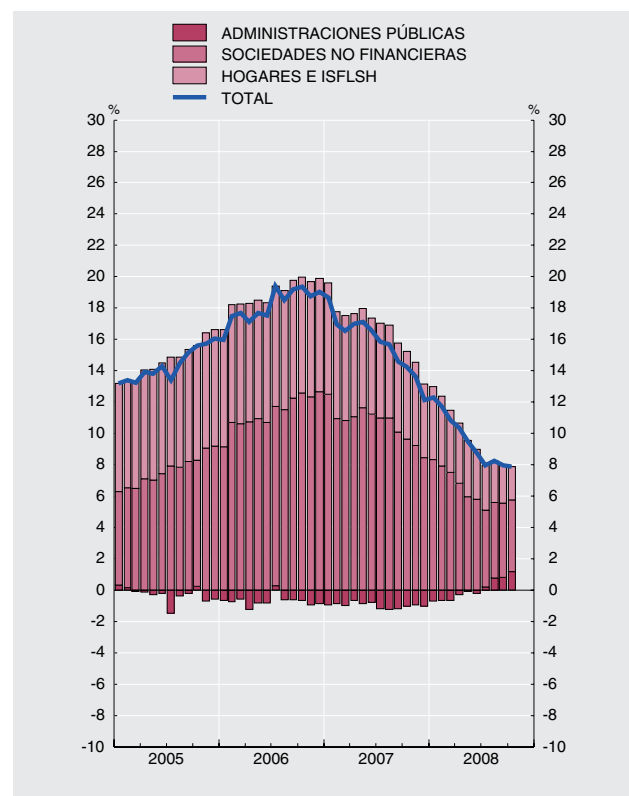
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	1 763 901	242 997	16,1	-2,7	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,6	16,6	9,2	7,4	15,2	0,2	1,3
06	2 102 844	335 894	19,0	-4,8	24,2	28,0	19,6	24,4	134,2	16,0	-0,9	19,9	12,6	7,3	17,0	1,0	1,9
07	2 367 471	255 309	12,1	-7,2	15,4	17,4	12,7	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,7	11,6	0,3	1,3
07 Jul	2 281 062	20 404	15,9	-7,7	20,1	23,1	16,2	21,3	29,9	11,7	-1,2	17,0	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4
07 Ago	2 292 827	12 263	15,7	-7,9	20,0	23,2	16,0	21,3	30,3	11,1	-1,2	16,9	11,0	5,9	15,2	0,4	1,3
07 Sep	2 310 809	18 451	14,6	-7,7	18,6	21,1	15,3	19,9	28,1	9,3	-1,2	15,8	10,1	5,6	14,3	0,4	1,1
07 Oct	2 315 319	8 166	14,2	-7,1	17,8	19,9	15,0	18,7	24,0	11,3	-1,0	15,2	9,7	5,6	13,6	0,4	1,3
07 Nov	2 339 470	23 511	13,6	-6,6	16,9	19,0	14,2	17,6	21,7	11,8	-0,9	14,5	9,2	5,3	12,9	0,3	1,4
07 Dic	2 367 471	24 507	12,1	-7,2	15,4	17,4	12,7	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,7	11,6	0,3	1,3
08 Ene	2 374 758	9 424	12,3	-5,1	15,1	17,0	12,5	15,4	18,6	12,6	-0,7	13,0	8,3	4,6	11,2	0,3	1,5
08 Feb	2 389 847	14 338	11,7	-4,6	14,4	16,2	12,0	14,9	14,2	11,1	-0,6	12,4	7,9	4,4	10,9	0,2	1,3
08 Mar	2 403 975	13 339	10,8	-4,9	13,3	15,3	10,7	13,6	11,0	11,7	-0,7	11,5	7,5	4,0	9,9	0,2	1,4
08 Abr	2 407 001	3 084	10,4	-2,2	12,2	13,7	10,3	12,6	15,4	9,3	-0,3	10,7	6,8	3,8	9,3	0,2	1,1
08 May	2 431 056	22 644	9,5	-0,7	11,0	11,9	9,8	11,6	17,4	6,2	-0,1	9,6	6,0	3,6	8,6	0,3	0,7
08 Jun	2 449 156	28 502	8,8	-1,7	10,3	11,6	8,6	10,2	18,0	9,9	-0,2	9,0	5,8	3,2	7,5	0,3	1,2
08 Jul	P 2 461 970	4 008	8,0	1,7	8,9	9,7	7,7	8,9	10,1	8,2	0,2	7,8	4,9	2,9	6,7	0,2	1,0
08 Ago	P 2 481 974	19 424	8,3	6,3	8,5	9,5	7,2	8,4	10,0	8,9	0,8	7,5	4,8	2,7	6,3	0,2	1,1
08 Sep	P 2 496 798	13 082	8,0	6,9	8,1	9,3	6,6	7,8	6,9	10,6	0,8	7,1	4,7	2,4	5,8	0,1	1,2
08 Oct	P 2 503 651	7 176	7,9	10,3	7,6	8,9	5,8	7,4	6,7	8,7	1,2	6,7	4,6	2,1	5,6	0,1	1,0

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

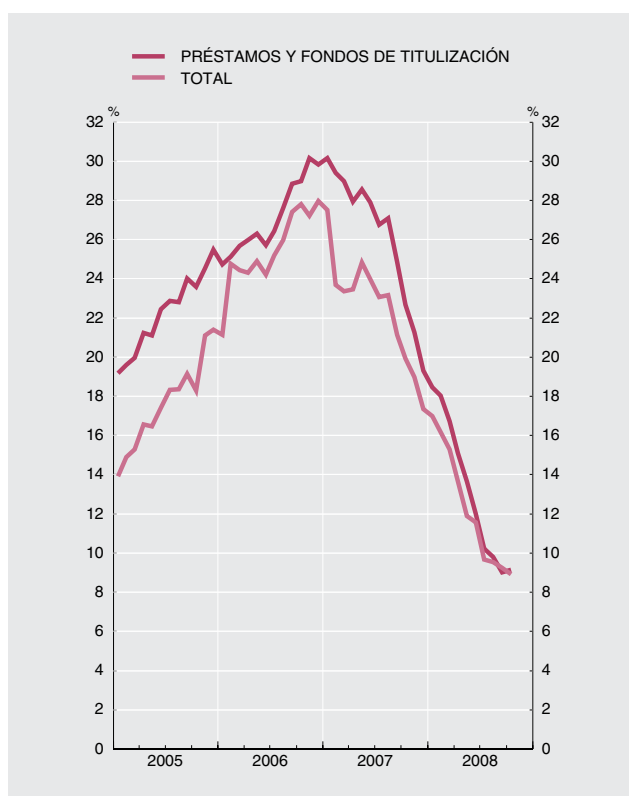
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

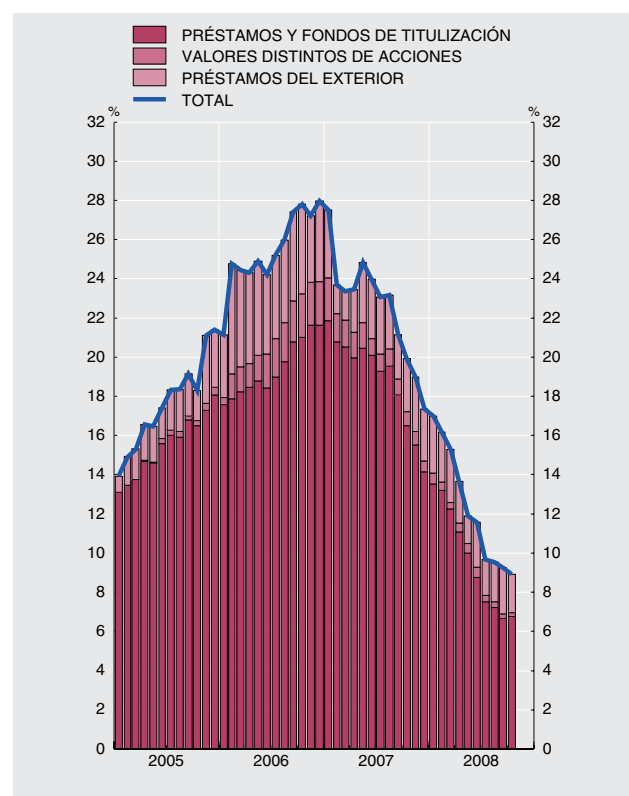
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.	9	10	11	12	13	14
05	797 568	139 281	21,4	578 229	25,5	18,1	13 206	2 634	23,7	0,4	206 133	10,7	3,0	5 581
06	1 024 233	223 106	28,0	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 161	16,0	4,1	3 230
07	1 212 806	177 791	17,4	894 156	19,3	14,1	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	1 166
07 Jul	1 161 168	29 816	23,1	854 200	26,7	19,3	35 905	23 321	29,9	0,9	271 063	11,7	2,9	2 759
Ago	1 161 755	1 041	23,2	856 056	27,1	19,5	35 898	23 304	30,3	0,9	269 801	11,0	2,8	2 665
Sep	1 174 841	13 289	21,1	869 184	24,9	18,1	36 429	23 023	28,1	0,8	269 228	9,2	2,3	2 300
Oct	1 183 545	12 301	19,9	874 064	22,7	16,5	36 804	23 338	24,0	0,7	272 677	11,2	2,7	2 142
Nov	1 195 383	11 119	19,0	883 525	21,3	15,5	36 654	23 234	21,7	0,7	275 204	11,6	2,8	1 880
Dic	1 212 806	13 390	17,4	894 156	19,3	14,1	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	1 166
08 Ene	1 218 997	8 361	17,0	900 611	18,5	13,5	36 709	22 872	18,6	0,6	281 677	12,2	2,9	1 097
Feb	1 223 552	3 732	16,2	904 882	18,0	13,2	36 632	22 667	14,2	0,4	282 037	10,7	2,6	988
Mar	1 232 120	7 356	15,3	912 921	16,7	12,2	35 920	22 587	11,0	0,3	283 280	11,4	2,7	915
Abr	1 239 986	7 881	13,7	917 568	15,1	11,1	36 787	22 573	15,4	0,5	285 631	8,9	2,1	860
May	1 249 076	7 514	11,9	922 444	13,6	10,0	38 228	24 195	17,4	0,5	288 404	5,8	1,4	905
Jun	1 254 901	15 878	11,6	930 390	12,0	8,8	39 404	25 408	18,0	0,5	285 107	9,6	2,3	829
Jul	P 1 274 231	10 480	9,7	939 505	10,2	7,5	39 531	25 433	10,1	0,3	295 196	7,9	1,8	761
Ago	P 1 274 258	-636	9,5	937 779	9,8	7,2	39 481	25 439	10,0	0,3	296 997	8,6	2,0	597
Sep	P 1 287 709	11 394	9,3	945 412	9,0	6,7	38 932	24 751	6,9	0,2	303 365	10,3	2,4	586
Oct	P 1 296 640	9 101	8,9	951 664	9,2	6,8	39 270	25 132	6,7	0,2	305 706	8,5	2,0	504

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

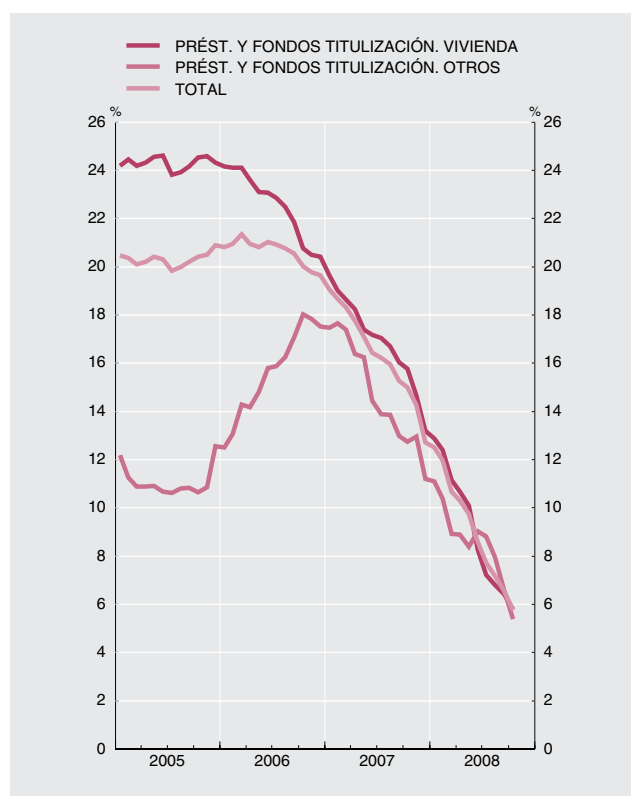
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

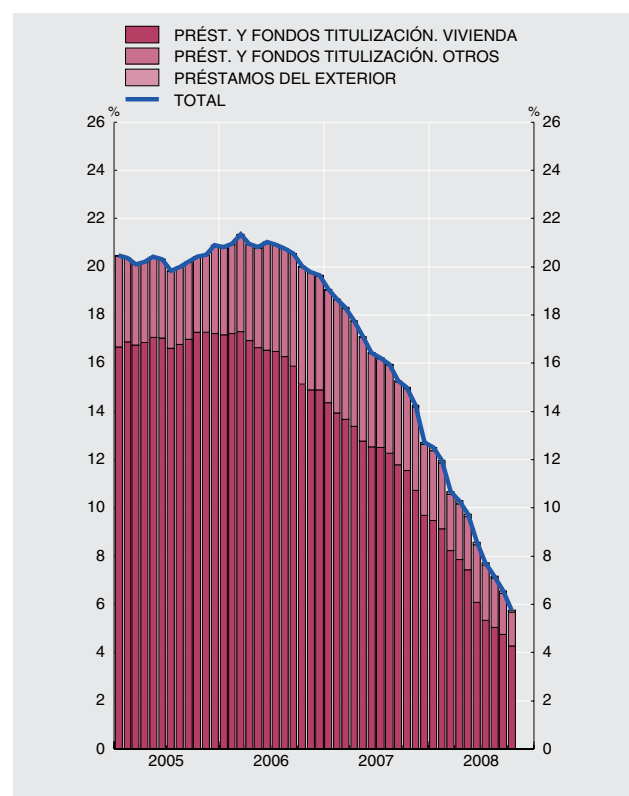
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	650 997	112 525	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	927	10,8	0,0	28 527	3 030
06	778 372	127 886	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
07	875 916	99 008	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 778	51,4	0,1	27 909	5 802
07 Jul	845 511	6 956	16,2	625 074	17,0	12,5	219 063	13,9	3,7	1 374	25,1	0,0	27 842	5 208
Ago	849 569	4 101	16,0	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 469	31,9	0,0	28 675	5 120
Sep	854 765	5 463	15,3	632 594	16,0	11,8	220 652	13,0	3,4	1 519	35,1	0,1	27 971	6 211
Oct	863 443	8 736	15,0	638 006	15,8	11,6	223 838	12,7	3,4	1 599	42,7	0,1	27 708	6 170
Nov	875 893	12 530	14,2	643 572	14,7	10,7	230 657	13,0	3,5	1 665	47,0	0,1	27 565	6 049
Dic	875 916	561	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 778	51,4	0,1	27 909	5 802
08 Ene	879 331	3 384	12,5	649 120	12,9	9,5	228 029	11,1	2,9	2 183	86,0	0,1	27 540	5 728
Feb	883 815	4 554	12,0	653 229	12,4	9,1	228 398	10,4	2,7	2 188	85,4	0,1	27 265	5 676
Mar	887 757	4 364	10,7	657 145	11,2	8,2	228 380	8,9	2,3	2 232	80,6	0,1	26 983	5 681
Abr	894 279	6 565	10,3	661 677	10,7	7,9	230 353	8,9	2,3	2 248	80,0	0,1	26 721	5 683
May	899 436	5 322	9,8	664 943	10,1	7,4	232 213	8,4	2,2	2 280	77,4	0,1	26 434	5 512
Jun	908 467	9 380	8,6	666 476	8,3	6,1	239 698	9,0	2,4	2 293	76,3	0,1	26 229	5 486
Jul P	908 798	375	7,7	669 171	7,2	5,3	237 319	8,8	2,3	2 308	68,0	0,1	25 810	5 872
Ago P	908 470	-246	7,2	670 460	6,8	5,0	235 702	7,9	2,0	2 308	57,1	0,1	25 360	5 633
Sep P	908 616	462	6,6	672 218	6,4	4,8	234 081	6,6	1,7	2 317	52,5	0,1	25 457	5 019
Oct P	910 954	2 491	5,8	673 816	5,8	4,3	234 755	5,4	1,4	2 384	49,1	0,1	24 963	4 834

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

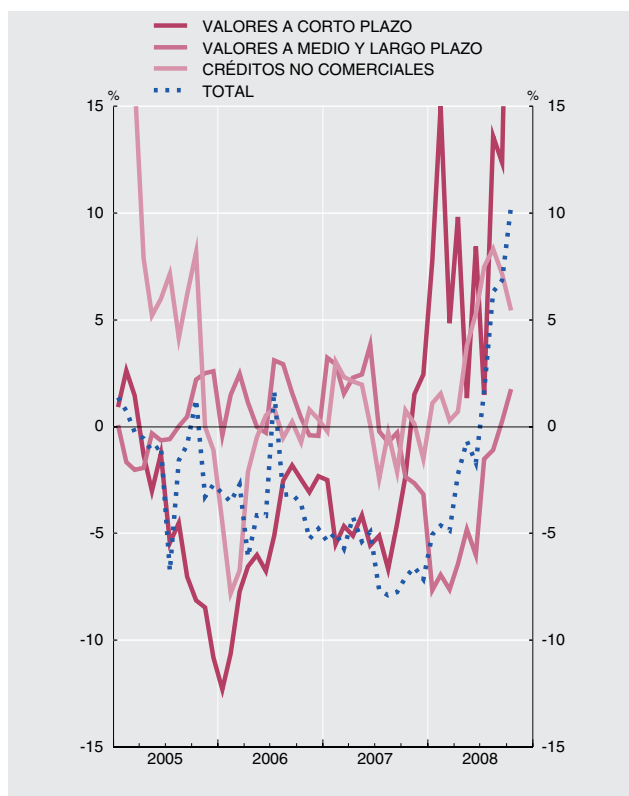
8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

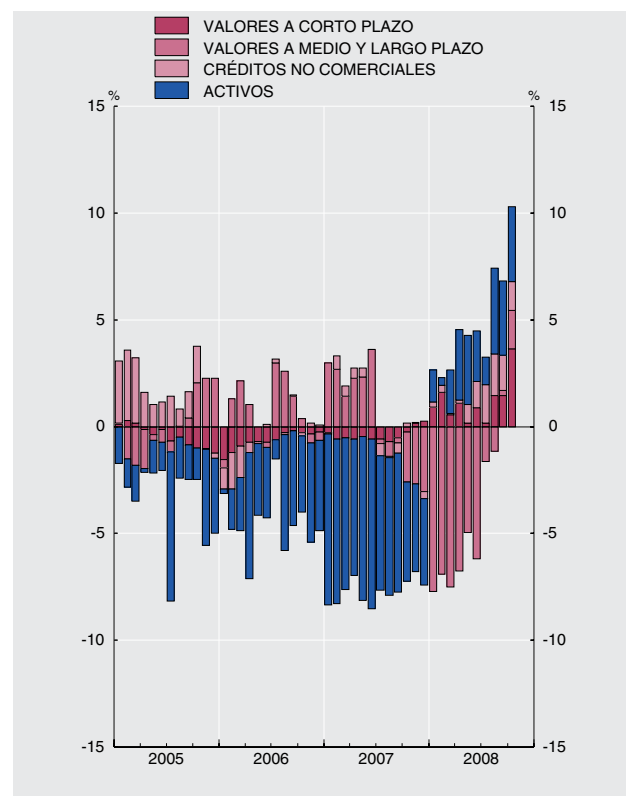
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total				
					Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Acti- vos	Pasivos			Acti- vos	
		Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)
						A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
04		324 145	680	0,2	6 813	-2 491	1 510	7 794	-1 817	7 949	1,8	-6,2	0,5	12,9	10,6	-0,8	0,5	2,4	-1,9
05		315 336	-8 809	-2,7	2 573	-4 042	7 366	-751	-695	12 077	0,7	-10,8	2,6	-1,1	17,7	-1,2	2,3	-0,2	-3,5
06	P	300 239	-15 097	-4,8	-1 754	-770	-1 218	234	1 780	11 562	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
07	P	278 749	-21 490	-7,2	-9 320	792	-9 090	-1 023	2 973	9 196	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1
07	May	P	284 468	5 538	-5,4	1 213	2 267	37	-1 091	131	-4 457	1,8	-4,1	2,4	2,0	26,7	-0,5	2,3	0,4
	Jun	P	290 752	6 284	-4,9	3 138	-2 643	5 646	136	-4 295	1 150	2,4	-5,5	3,8	0,1	29,7	-0,6	3,6	0,0
	Jul	P	274 383	-16 369	-7,7	-9 925	1 892	-10 458	-1 359	-6 321	12 765	-1,0	-5,1	-0,2	-2,4	19,9	-0,6	-0,2	-0,5
	Ago	P	281 504	7 121	-7,9	-4 510	-1 808	-2 043	-660	-158	-11 473	-1,2	-6,7	-0,7	-0,3	24,1	-0,7	-0,7	-0,1
	Sep	P	281 203	-301	-7,7	5 674	2 582	2 769	323	-72	6 046	-1,0	-4,5	-0,3	-2,1	22,7	-0,5	-0,3	-0,5
	Oct	P	268 332	-12 871	-7,1	-10 578	-1 178	-10 088	688	1 512	780	-1,8	-2,3	-2,3	0,8	14,0	-0,3	-2,3	0,2
	Nov	P	268 193	-139	-6,6	3 495	2 868	842	-215	-2 152	5 786	-1,8	1,5	-2,7	0,1	11,7	0,2	-2,7	0,0
	Dic	P	278 749	10 556	-7,2	-1 261	-1 505	-800	1 043	-468	-11 350	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3
08	Ene	A	276 429	-2 321	-5,1	-5 554	3 506	-9 228	168	7	-3 240	-4,9	7,8	-7,7	1,1	-4,3	0,9	-7,7	0,2
	Feb	A	282 480	6 051	-4,6	4 884	-956	4 589	1 252	1 046	-2 213	-3,7	15,1	-6,9	1,5	-1,0	1,6	-6,9	0,3
	Mar	A	284 098	1 618	-4,9	-4 013	-708	-3 606	301	-328	-5 303	-5,2	4,8	-7,6	0,3	-6,3	0,5	-7,5	0,1
	Abr	A	272 736	-11 362	-2,2	2 083	-1 287	3 480	-111	4 682	8 763	-3,9	9,8	-6,4	0,7	-8,1	1,1	-6,8	0,2
	May	A	282 544	9 808	-0,7	5 443	-322	4 796	969	-411	-3 954	-2,8	1,3	-4,8	3,8	-8,4	0,2	-5,0	0,9
	Jun	A	285 788	3 244	-1,7	2 407	-505	1 768	1 144	120	-957	-3,0	8,4	-6,0	5,3	-6,5	0,9	-6,2	1,2
	Jul	A	278 941	-6 847	1,7	2 930	-241	3 037	24	-79	9 865	0,3	1,5	-1,5	7,5	-3,2	0,2	-1,6	1,8
	Ago	A	299 247	20 307	6,3	889	1 873	-811	-173	-6 944	-12 473	1,7	13,6	-1,1	8,3	-11,2	1,5	-1,2	1,9
	Sep	A	300 473	1 226	6,9	8 789	2 531	6 668	-409	-45	7 608	2,5	12,4	0,3	7,1	-9,1	1,4	0,2	1,7
	Oct	A	296 057	-4 416	10,3	-1 753	4 530	-5 890	-393	14 742	-12 079	4,9	30,7	1,8	5,4	-8,6	3,6	1,8	1,3

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

- Serie representada gráficamente.

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual (c)



a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

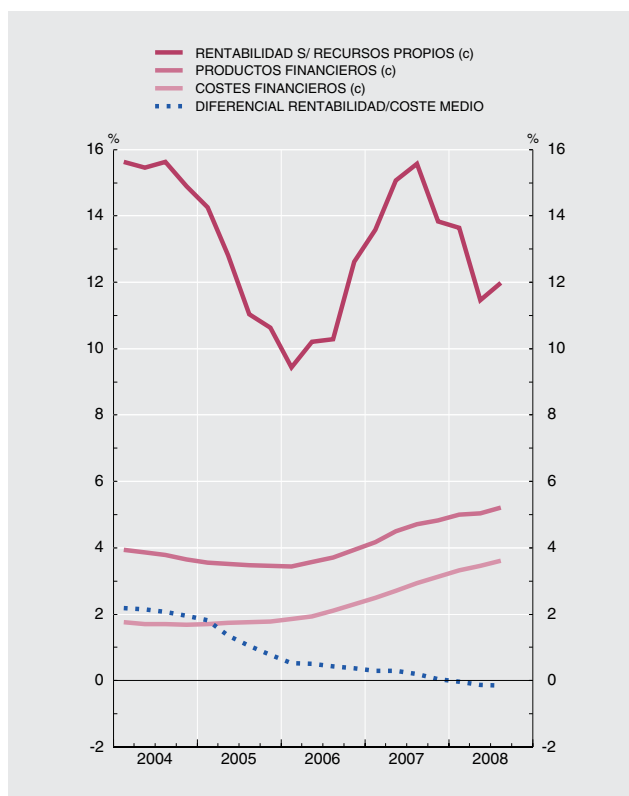
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

		En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
		Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
		1	2	3	4	5	6	De personal	8	9	10	11	12	13	14
05	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
06		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
07		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-1,0	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1
05	III	3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0
06	IV	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
06	I	3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1	0,5
07	II	4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5
08	III	3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4
09	IV	4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
07	I	4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,5	3,1	2,8	0,3
08	II	5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	20,4	3,3	3,0	0,3
09	III	4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	10,0	3,4	3,2	0,2
10	IV	5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1
08	I	5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	11,7	3,7	3,7	-0,0
09	II	5,5	3,6	1,9	0,6	2,5	1,0	0,6	1,5	-0,4	1,0	11,7	3,7	3,9	-0,1
10	III	5,4	3,8	1,6	0,5	2,1	1,0	0,6	1,1	-0,4	0,7	12,1	3,9	4,1	-0,1

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

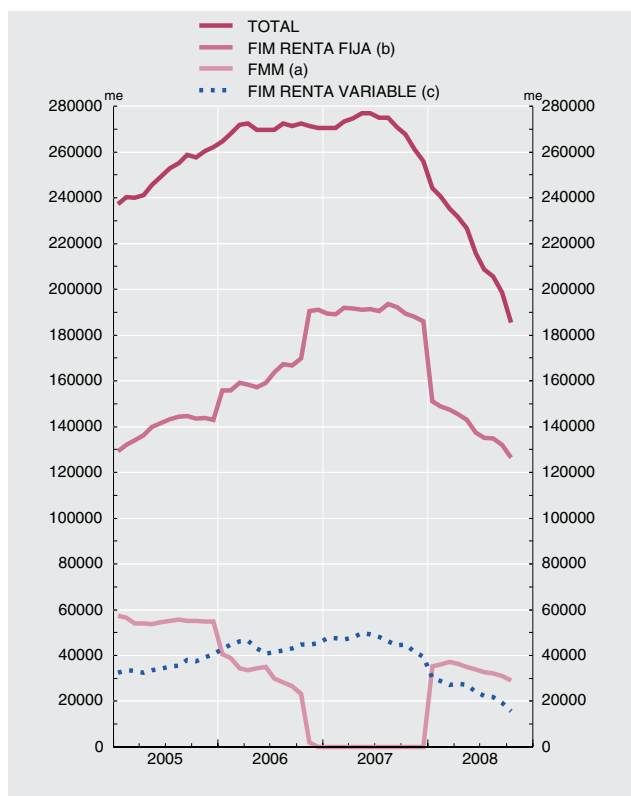
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

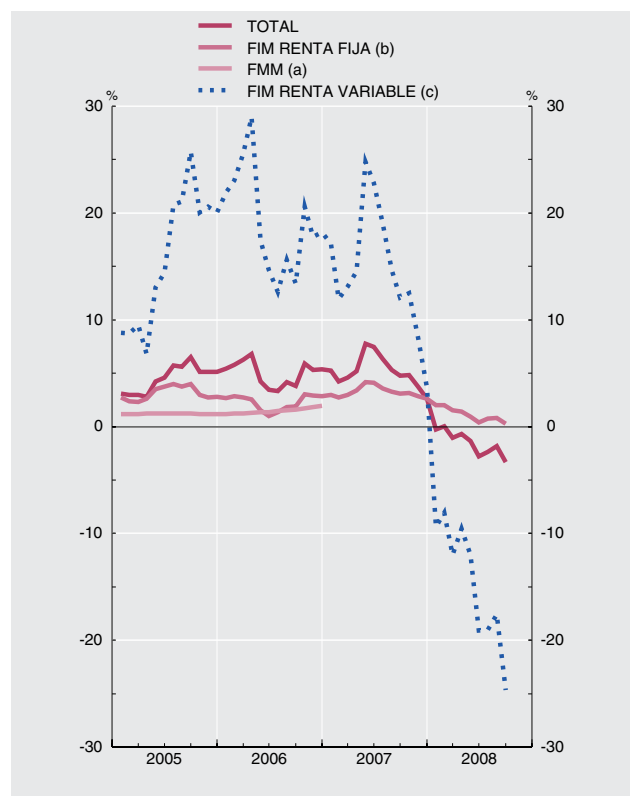
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Jun	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335
Jul	275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,6	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346
Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

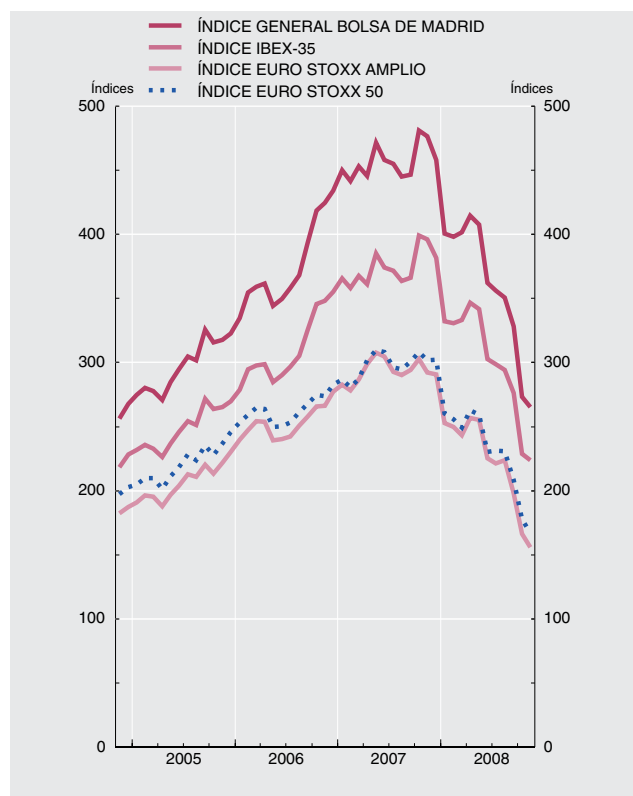
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

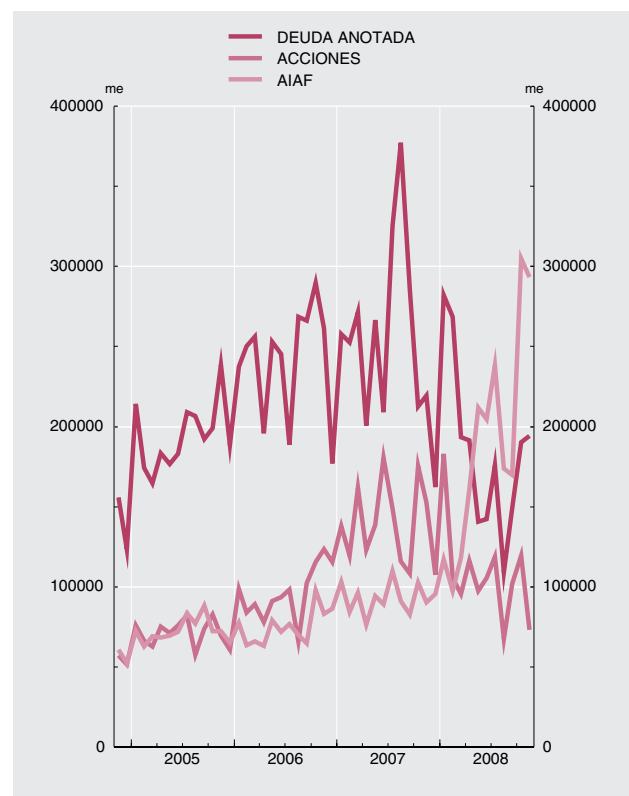
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
07	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
08	A 1 289,14	11 973,52	317,70	3 354,16	1 184 067	73 958	2 037 021	2 090 337	-	16 292	-	7 150
07 Ago	1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	377 247	91 052	...	1 086	...	777
Sep	1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740
Oct	1 724,44	15 890,50	432,10	4 489,79	175 472	8 313	212 587	102 545	...	1 139	...	724
Nov	1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	152 642	8 272	219 320	90 490	...	1 685	...	734
Dic	1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	162 213	95 535	...	1 719	...	549
08 Ene	1 435,24	13 229,00	360,56	3 792,80	183 005	6 080	282 093	117 244	...	1 274	...	844
Feb	1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
Mar	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
Abr	1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
May	1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515
Jun	1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	142 121	204 624	...	2 196	...	649
Jul	1 276,51	11 881,30	315,84	3 367,82	118 682	7 359	175 967	238 332	...	1 361	...	691
Ago	1 256,93	11 707,30	319,45	3 365,63	67 466	7 081	109 103	173 832	...	728	...	557
Sep	1 175,14	10 987,50	282,61	3 038,20	102 011	6 220	149 233	169 860	...	1 953	...	771
Oct	978,13	9 116,00	237,67	2 591,76	119 483	7 707	190 268	305 089	...	1 732	...	765
Nov	P 950,75	8 910,60	222,34	2 430,31	73 259	6 442	194 270	293 279	...	1 979	...	512

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

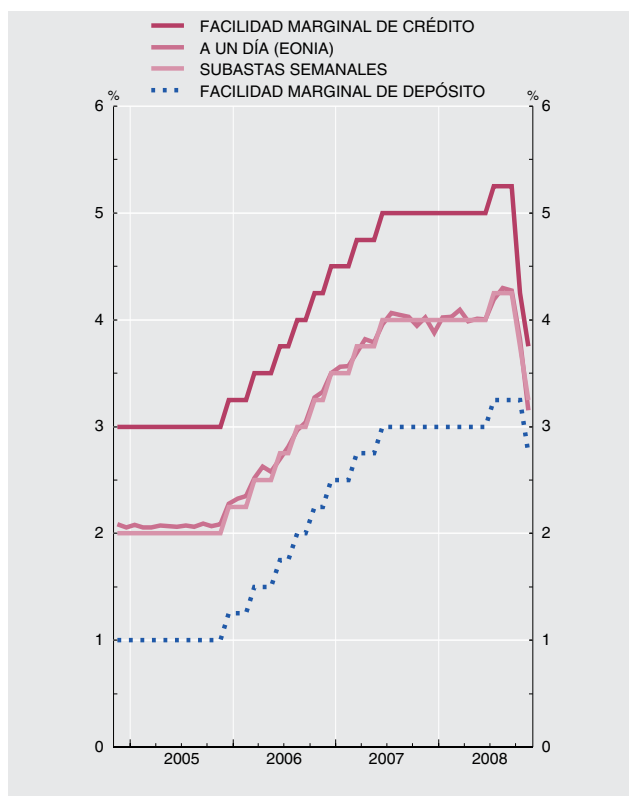
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

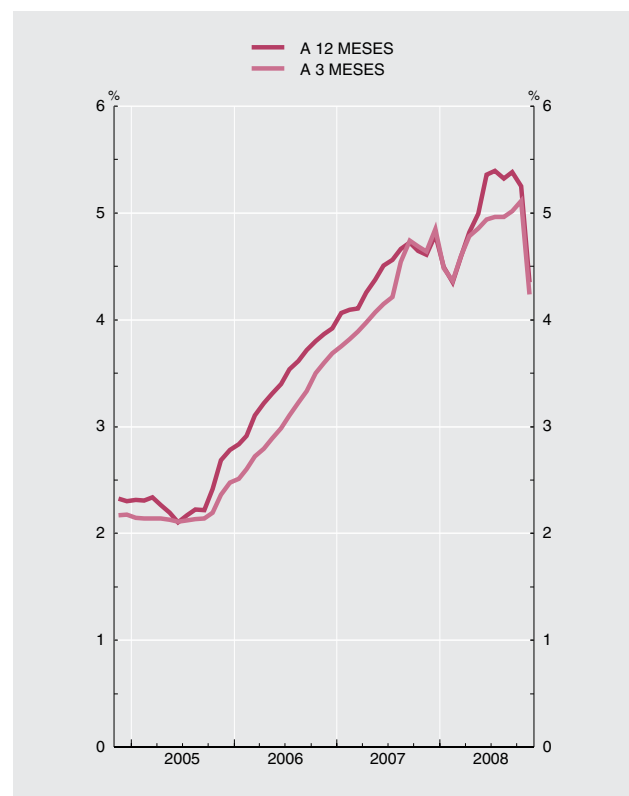
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,23	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08	A 3,25	3,25	3,75	2,75	3,990	4,38	4,76	4,84	4,94	3,98	4,37	4,74	4,79	4,91	3,85	3,89	3,88	3,47
07 Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,53	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37
Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,70	4,72	3,94	4,00	4,00	-
Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,24	4,69	4,66	4,65	3,90	4,24	4,65	4,69	4,64	3,88	3,96	3,98	4,04
Nov	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,22	4,64	4,63	4,61	4,01	4,25	4,64	4,57	4,59	3,96	3,97	3,99	4,00
Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,71	4,85	4,82	4,79	3,85	4,74	4,82	4,79	4,78	3,80	3,94	3,92	-
08 Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,20	4,48	4,50	4,50	3,98	4,17	4,46	4,44	4,42	3,90	3,94	3,93	3,60
Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,18	4,36	4,36	4,35	4,00	4,17	4,34	4,30	4,33	3,99	3,97	3,93	3,58
Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-
Abr	4,00	4,55	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-
May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	4,00	-
Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,007	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-
Jul	4,25	4,70	5,25	3,25	4,191	4,47	4,96	5,15	5,39	4,17	4,45	4,95	5,05	5,34	4,12	4,25	4,30	-
Ago	4,25	4,60	5,25	3,25	4,299	4,49	4,97	5,16	5,32	4,27	4,47	4,94	5,09	5,26	4,28	4,31	4,34	4,46
Sep	4,25	4,36	5,25	3,25	4,273	4,66	5,02	5,22	5,38	4,27	4,60	4,99	5,15	5,30	4,13	4,24	4,25	-
Oct	3,75	3,75	4,25	3,25	3,820	4,83	5,11	5,18	5,25	3,88	4,82	5,13	5,23	5,28	3,22	3,34	3,29	-
Nov	3,25	3,25	3,75	2,75	3,150	3,84	4,24	4,30	4,35	3,17	3,93	4,18	4,19	4,42	2,74	2,69	2,49	2,21

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

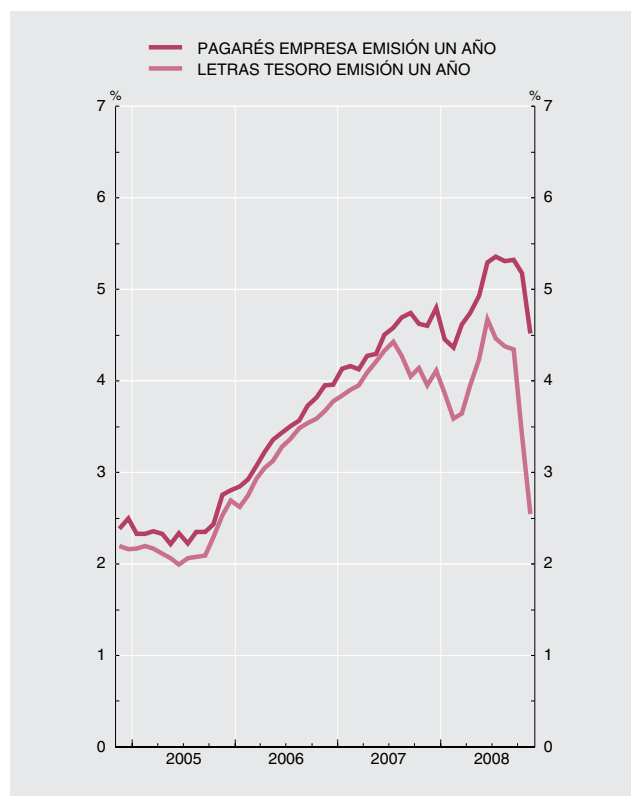
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

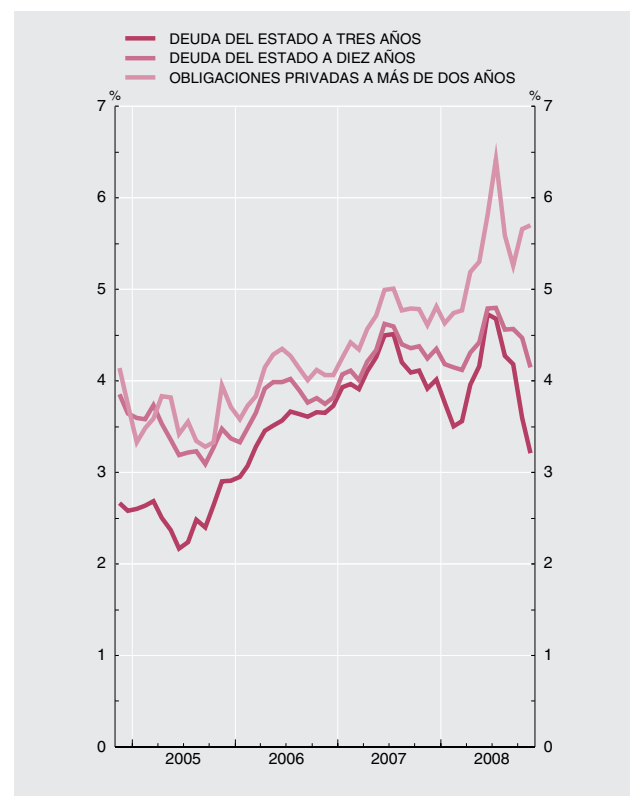
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
06		3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05
07		4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67
08	A	3,92	3,86	4,92	4,99	3,93	4,10	4,48	4,92	4,94	3,97	4,41	5,37
07 Ago		4,27	4,18	4,69	4,75	-	-	-	-	-	4,20	4,40	4,77
Sep		4,05	4,03	4,74	4,82	-	4,20	-	-	4,70	4,09	4,35	4,79
Oct		4,14	4,02	4,62	4,75	-	-	-	-	-	4,11	4,38	4,78
Nov		3,95	4,02	4,60	4,67	-	-	4,26	-	-	3,91	4,25	4,61
Dic		4,11	4,03	4,80	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81
08 Ene		3,87	3,76	4,46	4,58	3,97	4,00	-	-	-	3,76	4,18	4,63
Feb		3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74
Mar		3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77
Abr		3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19
May		4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30
Jun		4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81
Jul		4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42
Ago		4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59
Sep		4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26
Oct		3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66
Nov		2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

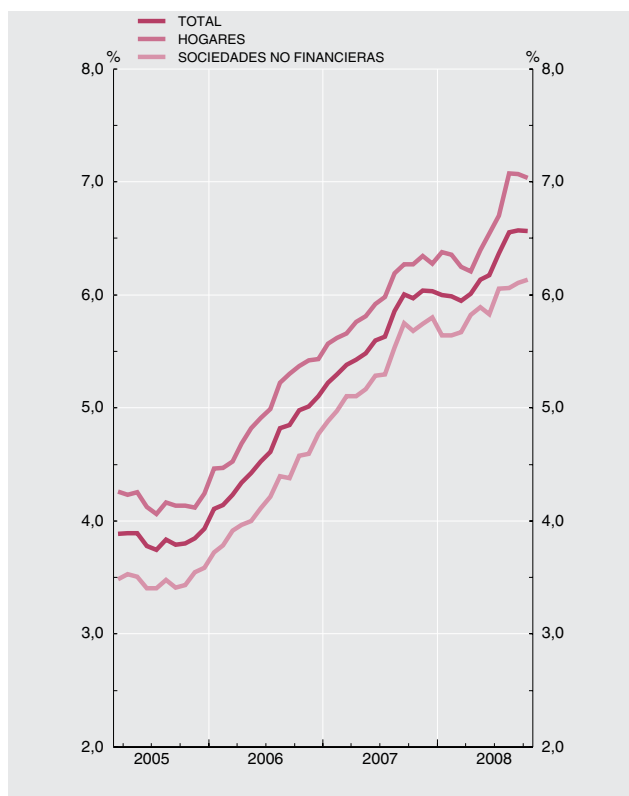
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

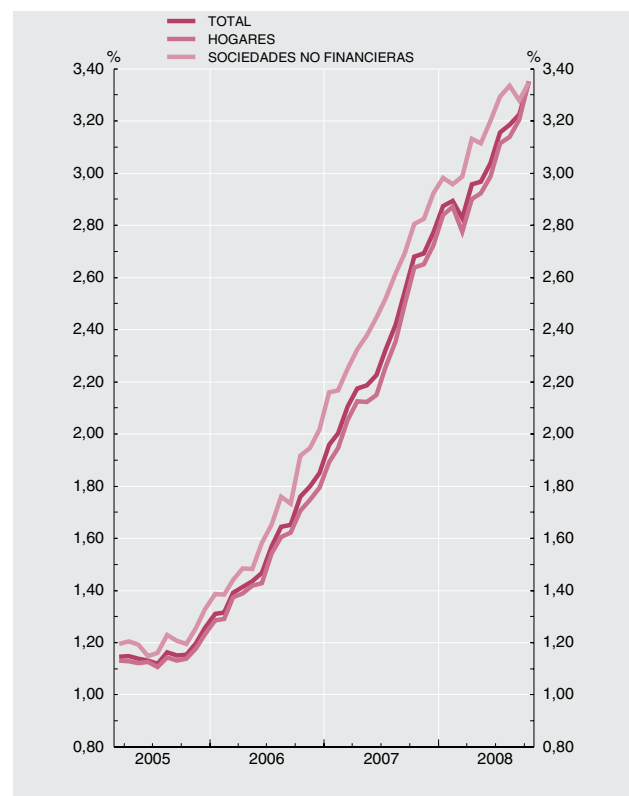
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
06		5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37
07		6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42
08	A	6,57	7,03	6,21	9,35	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	3,34	3,35	2,25	4,67
07 Mar		5,38	5,66	4,98	7,51	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56
Abr		5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66
May		5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73
Jun		5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99
Jul		5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02
Ago		5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08
Sep		6,00	6,27	5,49	8,47	5,75	6,14	5,47	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33
Oct		5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24
Nov		6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,22
Dic		6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42
08 Ene		6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43
Feb		5,98	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27
Mar		5,95	6,25	5,43	8,55	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36
Abr		6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55
May		6,13	6,39	5,54	8,78	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,11	1,97	4,51
Jun		6,17	6,54	5,72	8,78	5,83	6,50	5,50	3,04	2,99	0,75	4,64	3,88	3,20	2,04	4,59
Jul		6,37	6,70	5,94	8,82	6,06	6,64	5,71	3,16	3,11	0,78	4,79	4,04	3,29	2,09	4,71
Ago		6,55	7,07	6,18	9,58	6,06	6,67	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65
Sep		6,57	7,07	6,21	9,48	6,11	6,70	5,70	3,22	3,21	0,80	4,84	4,07	3,28	2,13	4,71
Oct	P	6,57	7,03	6,21	9,35	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	3,34	3,35	2,25	4,67

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

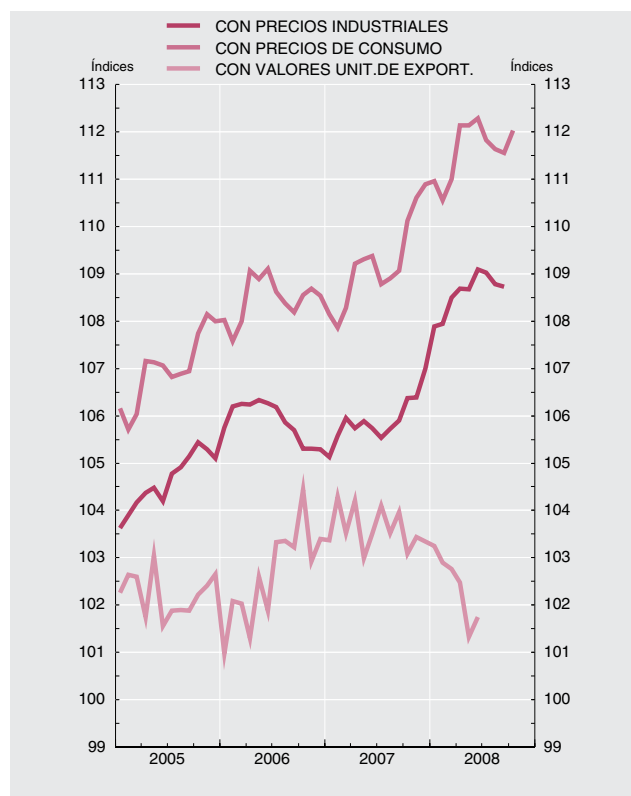
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

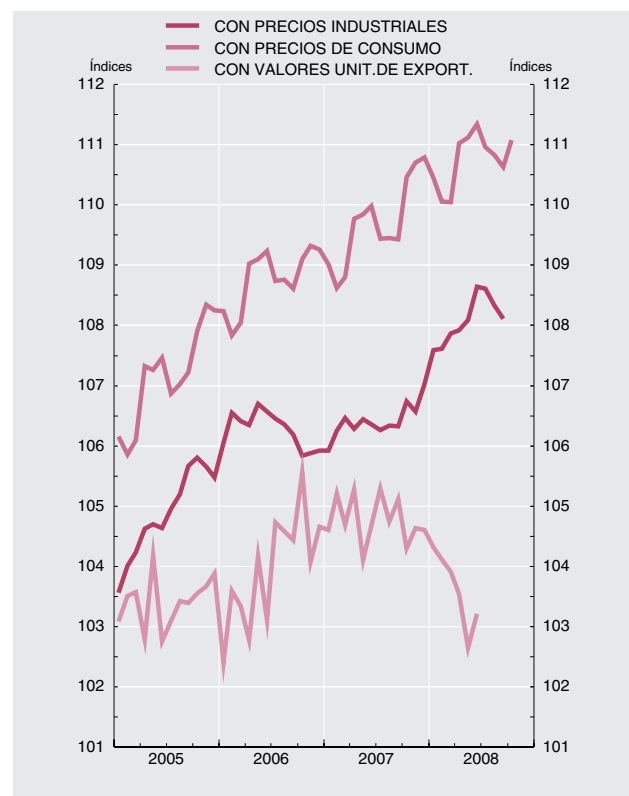
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4		6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	13	(a) 14
05	104,6	107,0	106,6	102,2	100,1	104,6	106,9	106,5	102,2	104,9	107,2	107,6	113,6	103,4
06	105,9	108,5	108,8	102,6	100,0	105,9	108,5	108,8	102,7	106,3	108,8	110,1	117,1	104,0
07	105,9	109,2	109,9	103,6	99,9	106,0	109,3	110,0	103,7	106,4	109,7	111,5	119,0	104,8
06 IV	105,3	108,6	109,6	103,6	99,8	105,5	108,8	109,9	103,8	105,9	109,2	111,3	117,8	104,8
07 I	105,6	108,1	109,0	103,7	99,7	105,9	108,4	109,3	104,0	106,2	108,8	110,8	118,5	104,8
II	105,8	109,3	109,6	103,6	99,8	106,0	109,5	109,8	103,7	106,4	109,9	111,3	117,6	104,7
III	105,7	108,9	110,1	103,9	99,8	105,9	109,1	110,2	104,0	106,3	109,4	111,8	118,9	105,0
IV	106,6	110,5	110,8	103,3	100,3	106,3	110,3	110,5	103,0	106,8	110,7	112,1	120,8	104,5
08 I	108,1	110,8	111,9	103,0	101,0	107,1	109,8	110,8	102,0	107,7	110,2	112,5	123,6	104,1
II	108,8	112,2	112,8	101,8	101,4	107,4	110,7	111,3	100,5	108,2	111,2	112,9	126,3	103,1
III	108,8	111,7	112,6	...	101,3	107,4	110,2	111,2	...	108,4	110,8	112,8	126,2	...
08 Feb	107,9	110,6	...	102,9	100,9	107,0	109,6	...	102,0	107,6	110,1	...	...	104,1
Mar	108,5	111,0	...	102,8	101,2	107,2	109,7	...	101,5	107,9	110,0	...	...	103,9
Abr	108,7	112,1	...	102,5	101,4	107,2	110,6	...	101,0	107,9	111,0	...	...	103,5
May	108,7	112,1	...	101,3	101,3	107,2	110,6	...	100,0	108,1	111,1	...	...	102,7
Jun	109,1	112,3	...	101,7	101,3	107,7	110,8	...	100,4	108,6	111,3	...	...	103,2
Jul	109,0	111,8	...	...	101,3	107,7	110,4	...	...	108,6	111,0	...	...	...
Ago	108,8	111,6	...	...	101,3	107,4	110,2	...	...	108,3	110,8	...	...	...
Sep	108,7	111,6	...	...	101,5	107,2	110,0	...	...	108,1	110,6	...	...	...
Oct	...	112,0	...	...	101,5	...	110,4	...	...	...	111,1	...	...	...
Nov	...	...	...	...	102,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

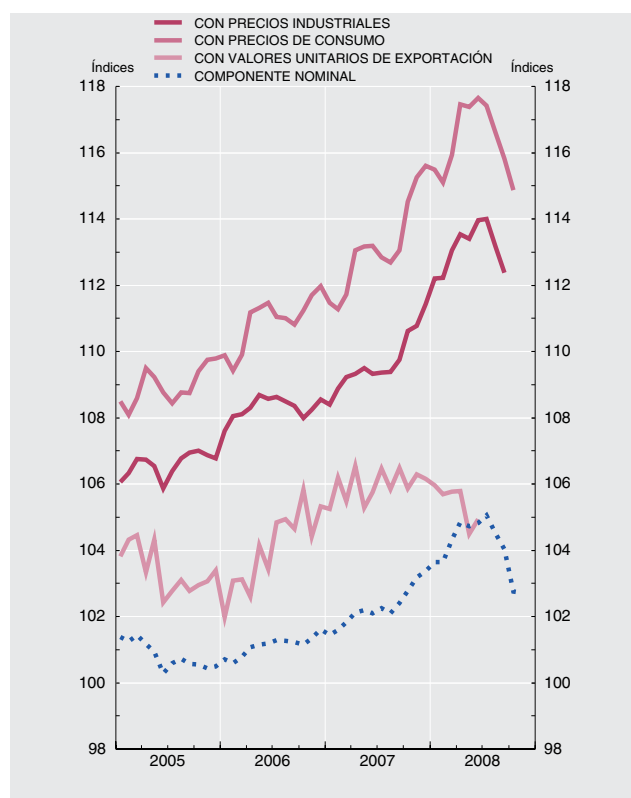
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

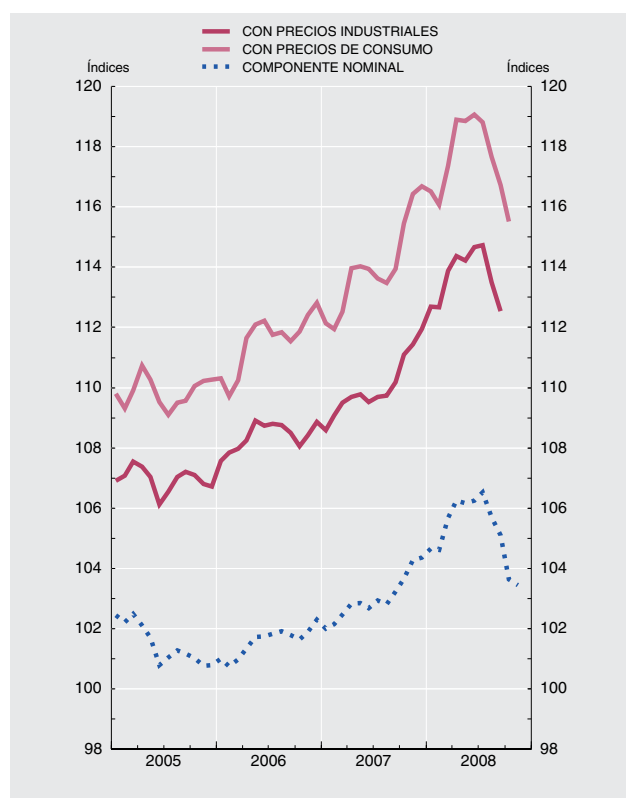
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
05	106,6	109,0	115,9	103,4	100,8	105,7	108,1	114,9	102,6	107,0	109,9	101,5	105,4	108,3
06	108,3	110,9	119,6	104,0	101,1	107,1	109,7	118,2	102,9	108,4	111,5	101,6	106,7	109,8
07	109,7	113,2	122,6	106,0	102,3	107,2	110,6	119,8	103,6	110,0	114,0	103,0	106,8	110,7
06 IV	108,3	111,6	120,3	105,2	101,4	106,8	110,1	118,7	103,8	108,4	112,4	101,9	106,4	110,2
07 I	108,8	111,5	120,9	105,6	101,6	107,1	109,7	118,9	103,9	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
II	109,4	113,1	121,1	105,9	102,1	107,1	110,8	118,6	103,6	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9
III	109,5	112,9	122,5	106,3	102,2	107,1	110,4	119,8	103,9	109,9	113,7	103,0	106,7	110,4
IV	110,9	115,1	125,7	106,1	103,1	107,6	111,7	121,9	102,9	111,5	116,2	104,1	107,1	111,6
08 I	112,5	115,5	129,5	105,8	103,9	108,3	111,2	124,7	101,9	113,1	116,7	105,0	107,7	111,1
II	113,6	117,5	133,5	105,1	104,8	108,4	112,1	127,4	100,3	114,4	118,9	106,2	107,7	112,0
III	113,2	116,6	133,0	...	104,5	108,3	111,6	127,2	...	113,6	117,7	105,8	107,4	111,3
08 Feb	112,2	115,1	...	105,7	103,6	108,3	111,1	...	102,0	112,7	116,1	104,6	107,7	110,9
Mar	113,1	115,9	...	105,8	104,3	108,4	111,2	...	101,4	113,9	117,4	105,7	107,8	111,1
Abr	113,5	117,5	...	105,8	104,8	108,3	112,0	...	100,9	114,4	118,9	106,3	107,6	111,9
May	113,4	117,4	...	104,5	104,7	108,3	112,1	...	99,8	114,2	118,9	106,2	107,6	112,0
Jun	114,0	117,7	...	104,9	104,8	108,7	112,2	...	100,1	114,7	119,1	106,3	107,9	112,1
Jul	114,0	117,4	...	...	105,0	108,5	111,8	...	...	114,7	118,8	106,5	107,7	111,5
Ago	113,2	116,6	...	...	104,5	108,3	111,6	...	...	113,5	117,7	105,7	107,4	111,3
Sep	112,4	115,8	...	...	104,0	108,0	111,3	...	...	112,5	116,7	105,1	107,1	111,1
Oct	...	114,9	...	...	102,8	...	111,8	...	...	...	115,5	103,6	...	111,5
Nov	...	...	...	...	102,7	...	...	...	...	...	...	103,4	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

OCT 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 21</p> <p>Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos 89</p> <p>El proceso de integración de los mercados de valores 101</p> <p>La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM 113</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007 125</p> <p>Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes 135</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2007 149</p>
NOV 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2006 y hasta el tercer trimestre de 2007 31</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa 51</p> <p>Los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación 61</p> <p>La <i>flexiguridad</i> como modelo para los mercados de trabajo europeos 69</p> <p>La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2007 87</p> <p>Simplificación del crédito del FMI 101</p>
DIC 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005 31</p> <p>Evolución reciente de la tasa de actividad de la economía española y retos futuros 67</p> <p>El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española 77</p> <p>La titulación en España: principales características 89</p> <p>La demanda de importaciones de bienes intra-UEM y extra-UEM 99</p> <p>Los desafíos de la política monetaria en Japón 111</p>
ENE 2008	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008 79</p> <p>La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa 91</p> <p>Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo 105</p> <p>Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario 113</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007 125</p>
FEB 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2007, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>Situación actual y perspectivas de evolución de la población en España 41</p> <p>Evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual 51</p> <p>Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria 61</p> <p>La situación energética en Latinoamérica 71</p>
MAR 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 31</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2007 y avance de cierre del ejercicio 43</p> <p>Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España 59</p> <p>Los efectos de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario sobre la renta de los hogares en España 77</p> <p>La composición del gasto público en Europa y el crecimiento a largo plazo 89</p> <p>Potenciales de exportación en los países del norte de África y Oriente Próximo 103</p>
ABR 2008	<p>Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares 89</p> <p>Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares 107</p> <p>Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING) 115</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 125</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2008 151</p>

MAY 2008	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2008, según la EPA 31 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2008 41 La reforma del sistema de defensa de la competencia en España 55 Bonos indicados y expectativas de inflación en la zona del euro 67 Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes 81
JUN 2008	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41 La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59 Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69 La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83 Integración y competencia en el sistema bancario español 91 Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131
JUL-AGO 2008	Informe trimestral de la economía española 11 Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81 El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93 La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101 Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115 Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127 Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145
SEP 2008	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2008 31 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 49 Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas 61 Desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares: una comparación de España con Estados Unidos 75 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008 87 La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España 101
OCT 2008	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 23 El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía 91 Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea 101 Informe semestral de economía latinoamericana 113 Regulación financiera: tercer trimestre de 2008 141
NOV 2008	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008 33 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 53 Las consecuencias de la indicación salarial sobre la inflación 63 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008 71 La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2008 85 Los determinantes fundamentales de la prosperidad económica y la importancia de las instituciones 97
DIC 2008	Evolución reciente de la economía española 11 La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas 31 Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española 45 Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual 59 El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM 69 Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes 85

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.
- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.
- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.

- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas.
- 0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
- 0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.
- 0807 MAXIMO CAMACHO Y GABRIEL PEREZ-QUIROS: Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of euro area Growth.
- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.
- 0809 AITOR ERCE: A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union.
- 0824 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Price adjustments in a general model of state-dependent pricing.
- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

EDICIONES VARIAS¹

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***).
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCODE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
--------------------------------------	---